



A Estrutura de Financiamento das PME's Exportadoras do Setor do Calçado

SARA ISABEL RIBEIRO CORREIA

Dissertação de Mestrado

Mestrado em Contabilidade e Finanças

Porto – 2014

**INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE E ADMINISTRAÇÃO DO PORTO
INSTITUTO POLITÉCNICO DO PORTO**



A Estrutura de Financiamento das PME's Exportadoras do Setor do Calçado

SARA ISABEL RIBEIRO CORREIA

**Dissertação de Mestrado
apresentada ao Instituto de Contabilidade e Administração do Porto para a
obtenção do grau de Mestre em Contabilidade e Finanças, sob orientação do
Dr. Carlos Mota**

Porto – 2014

**INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE E ADMINISTRAÇÃO DO PORTO
INSTITUTO POLITÉCNICO DO PORTO**

RESUMO

Este estudo investiga os determinantes da estrutura de financiamento para pequenas e médias empresas do setor de calçado em Portugal.

As hipóteses envolvidas consideraram cinco fatores explicativos, comuns aos três modelos de análise utilizados no estudo empírico, socorrendo-se dos argumentos das teorias explicativas tratadas pela literatura. Os testes utilizaram dados de painel de uma amostra de empresas exportadoras do referido setor e reportam aos anos de 2009 a 2013.

Os resultados sugerem que todos os fatores considerados foram estatisticamente significativos para explicar o financiamento das empresas. Contudo ao decompor-se o total do passivo nos seus subcomponentes de curto e de médio e longo prazo, verificou-se que existem algumas diferenças nos sinais desses determinantes e na intensidade da relação medida pelos coeficientes obtidos.

Observou-se que o financiamento de curto prazo está negativamente relacionado com o número de bancos com que a empresa trabalha enquanto o mesmo elemento no médio e longo prazo demonstrou uma relação positiva. Além disso, a dinâmica de crescimento dos negócios parece relacionar-se fundamentalmente com o financiamento de curto prazo situação que não ocorre no MLP onde a variável explicativa se apresenta negativamente correlacionada com os financiamentos com maior maturidade. Isso pode indicar que as PME's da amostra têm dificuldade na obtenção de crédito de longo prazo e optam por alimentar o crescimento com recurso a financiamentos de curto prazo. As regressões consideraram ainda o tamanho que se apresentou com um denominador comum em termos de resultados: as variáveis do financiamento relacionam-se, positiva e significativamente, com o tamanho das empresas. As restantes variáveis explicativas – exportações e incentivos – mostram-se consistentes com a literatura sobre o tema, isto é, são fatores que explicam o acréscimo do financiamento quando se considera a sua análise isolada para o curto e o MLP.

Por fim, a evidência obtida sugere que as análises de financiamento baseadas unicamente no total do passivo fornecem apenas parte das explicações, e uma compreensão mais completa da estrutura de capital e dos seus determinantes requer uma análise detalhada de todas as formas de dívida na perspetiva da sua maturidade.

Palavras-chave: PME, exportações, estrutura de financiamento, Portugal, setor do calçado

ABSTRACT

This study investigates the determinants of the funding structure for the small and medium companies in the footwear sector in Portugal.

The listed possibilities consider five explaining factors, which are common to the three models of analysis used in the empiric study, using the arguments of the explaining theories treated in the literature.

The tests used data from a selection of export companies of the sector mentioned above for the years of 2009 to 2013.

The results suggest that all the factors taken into consideration were statistically relevant to explain the funding of the companies. However, when dividing the total of the passive in its short and medium term subcomponents, it resulted evident that there are some differences both in the signs of those determinants and in the intensity of the relationship measured by the resulting coefficients.

It was also clear that the short term funding is negatively linked to the number of banks with which the company works, while being positive in the medium and long terms. Besides, the growth dynamic of business seems to be basically related to the short term funding, which does not occur in the long term debt, in which the explaining variable is negatively linked with the longer funding.

This may suggest that it is difficult for the PMEs considered to obtain long term funding and choose to fuel their growth with short term funding. The regressions have also taken size into consideration, which proved to be a common factor, as far as the results are concerned: the funding variables are related, positively and in a relevant way, to the size of the companies. The other explaining variables-exports and incentives-have shown to be consistent with the existing literature on the matter, meaning that they are factors that explain the growth of funding, when considered for the short and long term debt.

Finally, the evidence resulting from the study suggests that the analysis of funding based solely on the total of the passive only give a partial explanation and a full understanding of the structure of the capital and its determinants demands a detailed study of all the types of debt in the perspective of their maturity.

Keywords: SME, exportations, financial structure, Portugal, footwear industry.

AGRADECIMENTOS

A realização da presente dissertação foi sem dúvida um objetivo tornado realidade, pelo que com esta concluo-o mais uma etapa da minha vida académica, o mestrado em contabilidade e finanças.

Esta fase de maior dedicação não teria sido possível sem o apoio de algumas pessoas, pelo que aproveito o presente espaço para agradecer todo o contributo que de alguma forma me deram.

De uma forma mais pessoal, agradeço aos amigos pelo apoio dado nos últimos meses, agradeço ao namorado pela motivação e paciência nos momentos mais difíceis, e agradeço à mãe pelo carinho.

Agradeço ao meu orientador, Dr. Carlos Mota, por ter aceite o meu pedido e por ter ajudado sempre que possível, mesmo tendo em conta as adversidades encontradas ao longo da dissertação.

Um agradecimento especial a todos os colegas que foram essenciais para conseguir ultrapassar estes últimos 2 anos, principalmente à Sandra Gonçalves e à Joana Fernandes por todo o apoio ao longo do mestrado.

A todos, o meu mais sincero agradecimento por tudo!

LISTAS DE ABREVIATURAS

APICCAPS – Associação Portuguesa dos Industriais do Calçado, Componentes, Artigos de Pele e seus Sucedâneos

CAE – Classificação das Atividades Económicas

CE – Comissão Europeia

CP – Curto Prazo

EBITDA – *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortizations*

EEC – Empresas de Elevado Crescimento

IAPMEI – Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e ao Investimento

IES – Informação Empresarial Simplificada

INE – Instituto Nacional de Estatística

MLP – Médio e Longo Prazo

OCDE – Organização de Cooperação e Desenvolvimento Económico

OLS – Ordinary Least Squares

PIBpm – Produto Interno Bruto a preços de mercado

PME – Pequenas e Médias Empresas

PMP – Prazo Médio de Pagamento

PMR – Prazo Médio de Recebimento

QREN – Quadro de Referência Estratégico Nacional

SABI – Sistema de Análise de Balanços Ibéricos

SCIE – Sistema de Contas Integradas das Empresas

SGPS – Sociedade Gestora de Participações Sociais

SME – Small and Medium size Enterprises

SNC – Sistema Normalização Contabilística

SNF – Sociedades Não Financeiras

VABpm – Valor Acrescentado Bruto a preços de mercado

ÍNDICE

RESUMO	ii
ABSTRACT	iii
AGRADECIMENTOS	iv
LISTAS DE ABREVIATURAS	v
ÍNDICE.....	vii
ÍNDICE DE QUADROS	x
ÍNDICE DE GRÁFICOS	x
CAPÍTULO 1 – INTRODUÇÃO	1
1.1 – Enquadramento geral.....	1
1.2 – Motivações e objetivos	1
1.3 – Estrutura da dissertação	2
CAPÍTULO 2 – REVISÃO DE LITERATURA.....	3
2.1. A Estrutura de Capital	3
2.2. Teorias explicativas da Estrutura de Capital	5
2.3. As PMEs em Portugal	9
2.3.1. Estado do setor do calçado e importância das exportações	12
2.3.1.1. Exportações	14
2.3.2. As preferências de financiamento das PMEs portuguesas	17
CAPÍTULO 3 – METODOLOGIAS E ESTUDO EMPÍRICO	24
3.1 – Objetivos.....	24
3.2 – Desenho da investigação	25
3.3 – Hipóteses de investigação.....	28
3.3.1. Tamanho	28
3.3.2. Crescimento	29
3.3.3. Número de Bancos	30
3.3.4. Incentivos públicos	31
3.3.5. Exportações	32

3.4 – Variáveis e Modelos	33
3.5 – População, Amostra e Dados	35
3.6 – Estatísticas descritivas	36
3.6.1 – Análise de correlação.....	38
3.7 – Análise de regressão linear múltipla.....	40
CAPÍTULO 4 – CONCLUSÕES	45
4.1 – Principais conclusões.....	45
4.2 – Limitações do estudo	47
4.3 – Oportunidades de investigações futuras	48
5 – REFERÊNCIAS BIBLIOGRAFICAS	49

ÍNDICE DE QUADROS

Quadro 1: Instrumentos de Financiamento.....	4
Quadro 2: Os parâmetros de definição de PME	9
Quadro 3: Principais indicadores económicos por empresas exportadoras e não exportadoras.....	15
Quadro 4: Indicadores económico-financeiros nas empresas com Capitais Próprios positivos e negativos (2008-2012).....	18
Quadro 5: Hipóteses, sinais esperados e medidas utilizadas	33
<i>Quadro 6: Fórmulas utilizadas para cálculo da variável dependente.....</i>	<i>33</i>
Quadro 7: Dados descritivos da amostra - Financiamento por Dívida.....	36
Quadro 8: Dados descritivos da amostra - Financiamento por Dívida de curto prazo.....	37
Quadro 9: Dados descritivos da amostra - Financiamento por Dívida de médio e longo prazo	37
Quadro 10: Análise de Correlação de Pearson	39
Quadro 11: Modelo de Regressão Linear Múltipla para as três variáveis dependentes	41

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Trade-off entre Valor da Empresa e Estrutura de Capitais	7
Gráfico 2: Estrutura das SNF (2006-2012).....	10
Gráfico 3: Taxas de Natalidade e Mortalidade 2006-2012.....	11
Gráfico 4: Empresas de Elevado Crescimento	12
Gráfico 5: Emprego e produção na Indústria do Calçado	13
Gráfico 6: Peso das Exportações na Produção e Preço médio de exportação	16
Gráfico 7: Destino das exportações portuguesas de calçado (valor), 2012	16
Gráfico 8: Rendibilidade dos Capitais Próprios	17
Gráfico 9: Análise do Passivo das SNF em Portugal (2008-2012)	19
Gráfico 10: Prazo médio de pagamento em dias	20
Gráfico 11: Prazo médio de Recebimento em dias.....	20
Gráfico 12: Financiamento líquido por dívida comercial, em % do volume de negócios ..	21
Gráfico 13: Financiamento obtido junto de Instituições de crédito residentes	22

CAPÍTULO 1 – INTRODUÇÃO

Com o presente capítulo será efetuada uma breve introdução ao tema analisado, e este encontra-se dividido em três seções. Inicialmente é apresentado um enquadramento geral do tema, seguido dos objetivos e motivações, e finalmente é apresentada a estrutura da dissertação.

1.1 – Enquadramento geral

O aumento da importância das PME's no mercado nacional faz com que seja fundamental perceber a estrutura de financiamento adotada por este tipo de empresas, bem como as opções relativamente ao financiamento externo em específico.

Tendo em consideração que as PME's se tornaram nos últimos anos o motor da recuperação económica do país, os seus planos estratégicos de internacionalização também serão aqui tidos em conta, uma vez que se verificou uma exponente orientação para as exportações deste tipo de empresas nos anos mais recentes.

A importância das decisões de financiamento deste tipo de sociedades é uma temática amplamente estudada, verificando-se a existência de várias teorias sobre o tema da estrutura de financiamento e sobre quais os fatores que podem influenciar essas mesmas decisões. As várias teorias apresentadas são em alguns casos concordantes, e noutras contraditórias, e portanto será realizada uma revisão bibliográfica com as teorias mais importantes que pretendem justificar as opções de financiamento das empresas, e quais os principais determinantes que justificam essas mesmas opções.

Na presente tese, é também apresentada uma revisão contextualizada das PME's em Portugal em geral, e especificamente no setor da Indústria do Calçado. Esta é uma indústria que se caracteriza essencialmente por ser constituída por PME's, sendo também um setor cujo volume de negócios e estratégia de crescimento se encontra muito orientado para exportação, tendo existido nos últimos anos um aumento da importância e reconhecimento da excelência do calçado português por todo o mundo.

1.2 – Motivações e objetivos

As motivações para a realização deste estudo passam pelo interesse na área, uma vez que se insere no setor económico no qual exerço a minha atividade profissional, e pelo facto de se inserir num dos temas importantes da atualidade pois, tal como referido

anteriormente, as PME's são vistas atualmente como o principal meio de recuperação da economia de Portugal, e constituem uma percentagem muito elevada das SNF do país. Através da revisão bibliográfica efetuada, foi possível verificar que existem inúmeros estudos sobre a realidade financeira das PME's, especificamente sobre as suas opções ao nível do financiamento e sobre quais os fatores que mais influenciam essas mesmas opções. Contudo, verificou-se uma lacuna relativamente ao ramo do setor do calçado que se pretende analisar na presente dissertação, uma vez que não foi detetada nenhuma análise específica para as PME's deste.

Tendo em conta a importância do setor, e as suas características específicas relativamente ao elevado valor de exportações no total do volume de negócios, foi considerado um tema interessante para o desenvolvimento do mesmo.

O fundamento da dissertação pretende dar respostas a duas perguntas:

- Será que existe um modelo geral que explique a estrutura de financiamento atual das PME's exportadoras no setor do calçado em Portugal?
- Quais serão os fatores que influenciam as opções de financiamento das PME's exportadoras do setor do calçado em Portugal?

Assim, o objetivo da investigação consiste em perceber se as variáveis escolhidas através da revisão bibliográfica efetuada são significantes na explicação das escolhas de financiamento, sendo estas o tamanho, o crescimento, as exportações, a existência de incentivos do Estado e o número de bancos com os quais a entidade trabalha.

1.3 – Estrutura da dissertação

Esta dissertação encontra-se estruturada em quatro capítulos. No primeiro capítulo é efetuada uma pequena introdução ao tema tratado, referindo os objetivos, as motivações e a estrutura da dissertação. Segue-se uma apresentação da revisão da literatura estudada no âmbito do tema, e uma análise às PME's em Portugal sendo posteriormente especificado o setor do calçado. No terceiro capítulo são desenvolvidas as metodologias a utilizar e o estudo empírico. Por fim, no último capítulo são apresentadas as conclusões, bem como as limitações ao presente estudo e propostas para investigações futuras.

CAPÍTULO 2 – REVISÃO DE LITERATURA

Este capítulo encontra-se dividido em três grandes temas. Inicialmente é efetuada uma revisão geral sobre as várias opções de estruturas de capitais possíveis, explicando especificamente as opções entre financiamento por capital e dívida, e é realizada uma enumeração das principais teorias gerais que pretendem explicar a estrutura de capitais. Posteriormente são referenciados vários indicadores económicos relativos à realidade atual das PME's em Portugal e à sua importância no âmbito geral da economia portuguesa. Finalmente são referidos alguns dados relativos ao setor do calçado em específico, sendo dada elevada importância ao aspeto exportador das PME's portuguesas e também analisada a realidade das preferências de financiamento das PME's portuguesas em geral.

2.1. A Estrutura de Capital

O capital próprio define-se como o interesse residual nos ativos da empresa, após a dedução de todos os seus passivos e é constituído pelas contas da classe 5 do SNC: capital, reservas e resultados transitados. Quanto à perspectiva do financiamento proporcionado pelo capital próprio, é possível defini-lo como capital que é investido na empresa pelos próprios acionistas. O financiamento através de capital próprio é considerado por Ou & Haynes (2006) como um investimento na empresa pois não tem retorno expectável. As vantagens deste tipo de financiamento decorrem da circunstância de poder evitar endividamento, não havendo lugar ao pagamento de juros nem a obrigatoriedade de reembolso do valor, e aumenta a credibilidade da empresa junto do mercado sinalizando menor risco. Por outro lado, Schafer, Werwatz e Zimmermann (2004), apresentam a conclusão que as PME's que registam um maior risco (incertezas relativamente às oportunidades de crescimento futuras) têm maior tendência a apresentar valores acrescidos de capital próprio, uma vez que esse risco dificulta o seu acesso ao financiamento externo.

Por sua vez, o financiamento por dívida traduz uma obrigação de retorno do investimento e o pagamento de juros ao credor (Proença, 2012), previamente estipulado por parte desta entidade. A dívida é principalmente classificada pelo horizonte temporal da sua maturidade, que se pode consubstanciar em dívida de curto prazo, e dívida de médio e longo prazo. Os instrumentos de curto prazo são mais relevantes do ponto de

vista das necessidades de capital para gestão de tesouraria, enquanto que os instrumentos de longo prazo adquirem uma maior importância quando as empresas necessitam de financiamento para novos investimentos (Esperança e Matias, 2005).

O quadro 1, mostra os instrumentos mais comuns de financiamento sob a forma de dívida.

Quadro 1: Instrumentos de Financiamento

Tipo de Financiamento	Instrumento
Capital Próprio	
Dívida de Curto Prazo (maturidade: inferior a um ano)	Crédito de Fornecedores Descobertos Bancários <i>Factoring</i> Linhas de Crédito Cartão de Crédito
Dívida de MLP (maturidade: superior a um ano)	Empréstimos a MLP <i>Leasing</i> Crédito de Fornecedores de Investimentos

Fonte: Elaboração própria

No atual contexto económico, praticamente nenhuma PME consegue sobreviver apenas através do financiamento por capital próprio, sendo que o recurso ao financiamento externo é, na maioria das situações, a fonte de financiamento da maioria das atividades económicas das empresas, sejam elas de gestão de tesouraria ou de investimentos realizados. Contudo, Berger e Udell (1998), justificam esta preferência por dívida pelo facto de não diluírem o poder do proprietário na sua própria empresa, situação que ocorreria na possibilidade de aumento de capital próprio mediante entrada de novos sócios. Assim, através do financiamento por dívida e devido também à opacidade da informação financeira que se verifica na maioria das PMEs, o proprietário consegue manter o controlo da empresa sem necessitar de novas fontes externas de capital próprio.

A escolha entre financiamento de curto prazo e de médio e longo prazo é fundamental para a tomada de decisões sobre a estrutura de capital, pois ambas apresentam vantagens e desvantagens da sua utilização (García-Teruel & Martínez-Solano, 2007). Como fonte de financiamento, Jun e Jen (2003) consideram o financiamento de curto prazo mais

benéfico para as empresas, pois apresentam taxas de juro consideravelmente mais baixas ou até nulas para alguns tipos de financiamento de curto prazo, existe uma elevada variedade de instrumentos de curto prazo que se adaptam facilmente às diferentes necessidades das empresas, e mesmo do ponto de vista dos credores há o benefícios quanto à possível assimetria de informação existente não ser tão preocupante no caso do financiamento de curto prazo (Myers, 1977).

2.2. Teorias explicativas da Estrutura de Capital

Ao longo dos anos foram surgindo várias teorias que tentaram explicar as opções sobre a estrutura de capitais das empresas. Os primeiros estudos remontam ao ano de 1958 (Modigliani e Miller, 1958), tendo sido Modigliani e Miller os primeiros autores a elaborarem estudos sobre esta temática, concluindo uns anos mais tarde que, com a possibilidade de obtenção de benefícios fiscais, as empresas podem maximizar o seu valor dando preferência ao financiamento por dívida em detrimento do financiamento por capitais próprios.

Desde então, várias teorias foram sendo elaboradas para explicar a estrutura de capital adoptada, tais como a Teoria do *Trade-off*, a Teoria do *Pecking-Order*, a Teoria dos Custos de Agência, a Teoria do Ciclo de Vida das empresas, etc. Esta diversidade de teorias explicativas é justificada pela citação de Myers, um dos maiores investigadores desta temática, quando afirma que “*there is no universal theory of the debt-equity choice, and no reason to expect one*” (Myers, 2001: 81).

De seguida serão apresentadas algumas destas teorias.

1) Teoria de Modigliani e Miller

Os primeiros estudos sobre a estrutura de capitais por estes dois autores em 1958, referiam que as opções relativamente às escolhas do tipo de financiamento utilizado eram irrelevantes para a maximização do valor da empresa, pelo que o valor de uma empresa não dependia das escolhas sobre a estrutura de capitais. Existiam contudo alguns pressupostos deste estudo que eram irrealistas tendo em conta a realidade económica e financeira das empresas, pressupostos esses enumerados por Titman (2001): inexistência de impostos, inexistência de custos

de transação e inexistência de custos de falência, ou seja, suposição da existência de mercados financeiros perfeitos.

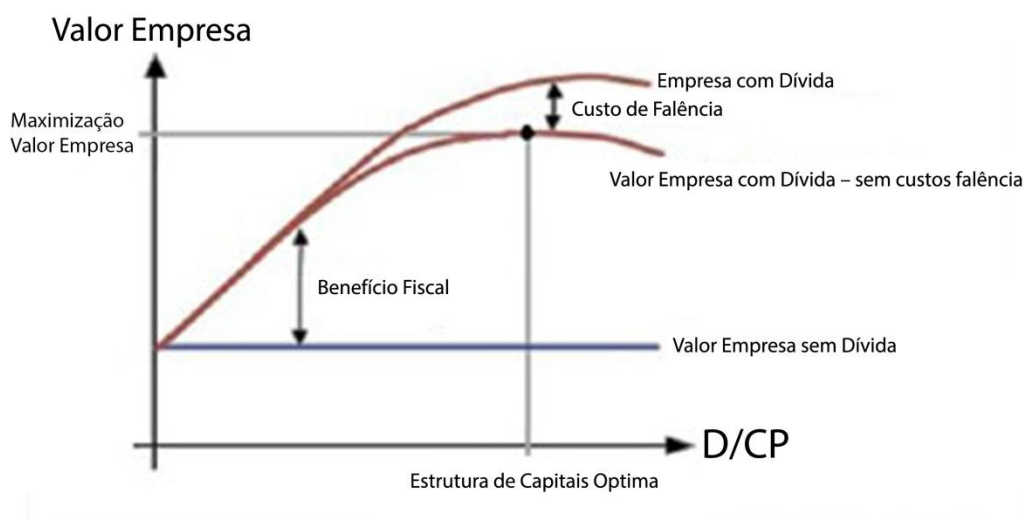
Quando foi introduzida a questão dos benefícios fiscais associados ao financiamento por dívida em 1963, os autores concluíram que as empresas poderiam maximizar o seu valor e tirar partido destes benefícios se dessem preferência ao financiamento externo, em detrimento ao financiamento por capitais próprios (Modigliani e Miller, 1963). A partir dessa data, várias teorias foram sendo desenvolvidas em seu redor, algumas em concordância com os resultados anteriormente obtidos por estes autores, outras em oposição, e outras ainda apresentando novos determinantes para as escolhas de financiamento das empresas.

2) Teoria do *Trade-off*

A Teoria do *Trade-off* surge na sequência e em concordância com a teoria de Modigliani e Miller. Esta teoria refere que a maximização do valor da empresa é conseguida através de financiamento por dívida, de modo a que a empresa possa usufruir dos benefícios fiscais decorrentes deste tipo de financiamento (Miller, 1988). Contudo, existem vários estudos empíricos que afirmam que existe um *trade-off* entre os benefícios fiscais provenientes deste tipo de financiamento e os custos relacionados com o endividamento (Stiglitz, 1988; Kraus e Litzenberger, 1973), e portanto o uso do financiamento por dívida deve ser realizado de forma ponderada.

O limite desta utilização do financiamento por dívida foi estudado por Warner (1977), Brealey e Myers (1992) e por Mota, Barroso e Nunes (2006) que concluíram que os custos do financiamento aumentam com o nível de endividamento da empresa, devido ao surgimento de dificuldades no pagamento das obrigações da dívida, aumento das dificuldades financeiras e da probabilidade de falência. O gráfico 1 mostra o *trade-off* anteriormente explicado entre o valor de uma empresa e as opções sobre a estrutura de capitais.

Gráfico 1: Trade-off entre Valor da Empresa e Estrutura de Capitais



Fonte: Mota, Barroso e Nunes (2006: 156)

Em linha com esta teoria, Rasiah e Kin (2011) afirmam que *“in this context, issuing equity instead of debt means moving the company away from the optimum and should therefore be taken as a bad news”* (Rasiah e Kin, 2011: 151).

3) Teoria do *Pecking Order*

Myers (1984) desenvolveu esta teoria com base em vários estudos efetuados, e esta define-se pela preferência de uma empresa em financiar-se em primeiro lugar com recursos internos (tais como lucros retidos), posteriormente com dívida, e por último com recurso a emissão de capital próprio. Segundo Cassar e Holmes (2003), as preferências de financiamento segundo esta teoria serão por capital próprio em vez de dívida, dívida de curto prazo contra dívida de longo prazo, e de dívida externa em vez de emissão de novo capital próprio.

Está diretamente relacionada com a idade de uma empresa, uma vez que as empresas com mais anos devem estar menos expostas às necessidades de financiamento externo, uma vez que tiveram mais tempo e maior acesso a oportunidades de gerar recursos próprios e acumular lucros retidos para se

financiarem, tal como retratado no estudo de Gregory, Rutherford, Oswald e Gardiner (2005).

Posteriormente surgiram vários estudos empíricos em concordância com esta teoria, tais como Fama e French (1988) e Antoniou, Guney e Paudyal (2008) que concluíram que o endividamento estava negativamente relacionado com a rentabilidade (precisamente porque as empresas só deveriam recorrer à dívida quando esgotassem todos os recursos de financiamento internos), e ainda Myers e Majluf (1984) que associam esta preferência à existência de assimetrias de informação, o que faz com que para os proprietários da empresa seja preferencial a utilização de financiamento por capitais próprios.

4) Teoria dos Custos de Agência

A teoria dos custos de agência reflete a possibilidade de existirem conflitos de interesses entre os proprietários de uma empresa e os seus gestores. Considerando que os gestores podem nem sempre actuar de acordo com os interesses dos proprietários de maximizar o valor da empresa, esta teoria defende que as empresas devem definir as suas decisões de financiamento dando preferência a financiamento por dívida, evitando assim que exista *free cash-flow* relevante que possa ser aplicado em investimentos pouco rentáveis, em detrimento de haver lugar à distribuição de dividendos (Jensen, 1986; Stulz, 1990).

Contudo, é necessário que as empresas tenham a preocupação de, ao tentarem evitar este conflito entre gestores e proprietários, não estejam a criar um novo conflito desta vez entre proprietários e credores, uma vez que o nível de endividamento não deve ultrapassar o nível de endividamento óptimo anteriormente explicado na teoria do *trade-off*, e terem em consideração que “*the conflict between shareholders and creditors will increase as debt grows*” (Rasiah e Kim, 2011: 155).

A realidade das PME's faz com que esta teoria não seja maioritariamente aplicável a este tipo de empresas, uma vez que na maioria dos casos o proprietário e o gerente da empresa são a mesma pessoa. Assim, para o estudo das PME's em concreto, esta teoria torna-se irrelevante (Poza & Kishida, 2004; Russo, 2005).

5) Teoria do Ciclo da Vida da Empresa

Esta teoria desenvolvida por Berger e Udell (1998) afirma que as necessidades de financiamento e as opções relativamente a este vão-se modificando ao longo da vida das empresas.

Na fase *start-up* das empresas, vários fatores fazem com que as empresas enfrentem dificuldades no acesso ao financiamento externo, mais especificamente ao financiamento bancário (Abdulsaleh e Worthington, 2013). Destes fatores destacam-se a opacidade da informação (Berger e Udell, 1998), a inexistência de historial (Cassar, 2004) e o elevado risco de falência (Huyghebaert e Van de Gucht, 2007).

À medida que a empresa vai crescendo e desenvolvendo, a estrutura de capitais vai-se ajustando às novas necessidades, e a sua credibilidade junto dos credores vai aumentando (La Rocca, La Rocca e Cariola, 2011), bem como a transparência da informação financeira (Berger e Udell, 1988). Assim, a empresa altera gradualmente as suas fontes de financiamento ao introduzir a dívida na sua estrutura de capitais, através de *Venture Capital*, *Trade Credit*, empréstimos bancários, etc.

2.3. As PME's em Portugal

Conforme a Recomendação da Comissão Europeia de 6 de Maio de 2003, as PME's definem-se como empresas com menos de 250 pessoas ao serviço, cujo volume de negócios anual não exceda 50 milhões de euros ou cujo ativo total líquido anual não exceda 43 milhões de euros.

Segundo a mesma recomendação, é possível diferenciar 3 categorias de PME como consta do quadro seguinte.

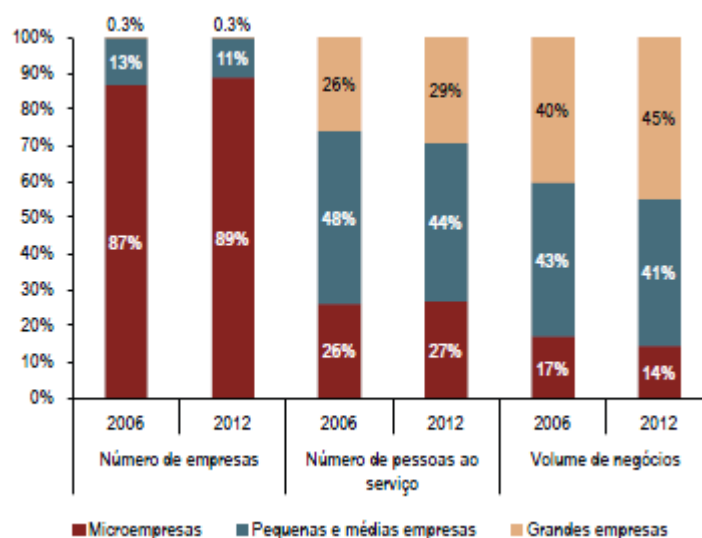
Quadro 2: Os parâmetros de definição de PME

Tamanho da Empresa	Número Trabalhadores	Volume Negócios ou Balanço
Micro	< 10	<= 2Milhões
Pequena	< 50	<= 10Milhões
Média	< 250	<=50Milhões e 43Milhões

Fonte: Comissão Europeia (2003, 2003/361/CE) e IAPMEI (2003)

Conforme dados do Banco de Portugal¹ relativos ao ano de 2012², existiam em Portugal 376.866 PME (incluindo microempresas), que representavam 99,7% das sociedades não financeiras³ do tecido empresarial português. É possível verificar, através do gráfico 2, a importância significativa das PME em Portugal quando analisados os indicadores de empregabilidade e volume de negócios. Em 2012 eram responsáveis por 71% do número de pessoas ao serviço e por 55% do volume de negócios registado nesse ano pela totalidade das SNF.

Gráfico 2: Estrutura das SNF (2006-2012)



Fonte: Banco de Portugal – Estudos da Central de Balanços

Segundo dados da Central de Balanços do Banco de Portugal, entre 2006 e 2012 houve um aumento de 2,7% no número de SNF (não obstante à diminuição do número de pessoas ao serviço⁴ e do volume de negócios gerado, em -3,4% e -3,9% respetivamente). Relativamente ao VABpm gerado (dados INE), este decresceu de forma menos acentuada no setor não financeiro comparativamente ao setor financeiro, e

¹ Estudos da Central de Balanços (Novembro de 2013) – Estrutura e Dinâmica das Sociedades não Financeiras em Portugal 2006-2012.

² A maioria dos dados são respeitantes a 2012 uma vez que à data da dissertação ainda não eram conhecidos os dados finais para o ano de 2013. Contudo, prevê-se uma continuidade dos valores dos indicadores mais importantes.

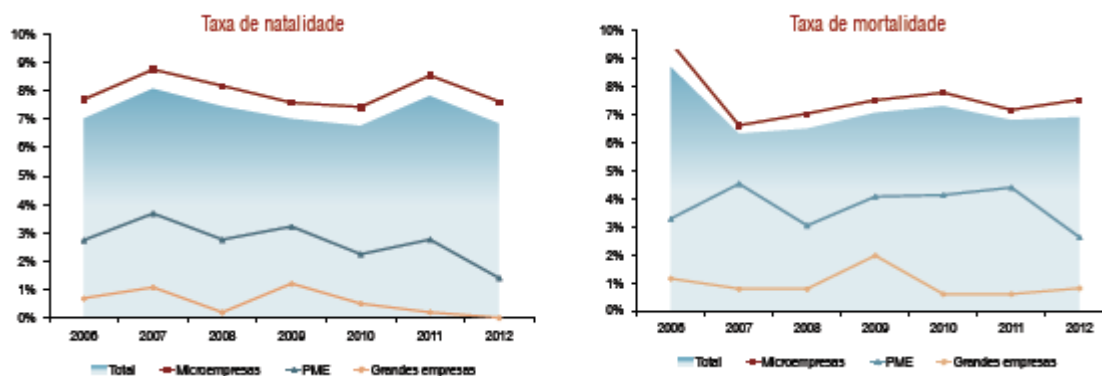
³ A definição de Sociedades não Financeiras exclui as empresas classificadas nas Secções O – Administração Pública e Defesa; Segurança Social Obrigatória, T – Atividades das famílias empregadoras de pessoal doméstico e atividades de produção das famílias para uso próprio, e Secção K – Atividades Financeiras e de Seguros (onde se incluem SGPS que se dedicam exclusivamente ao controlo das participações em empresas).

⁴ Quociente entre o número médio de pessoas ao serviço na empresa e os meses do ano em que a empresa esteve em atividade, sendo que o serviço pode ser remunerado ou não remunerado, e são excluídos trabalhadores ausentes por mais de 1 mês (por baixa, férias, formação profissional, etc.), prestadores de serviços remunerados por outra entidade, e o pessoal com vínculo à empresa mas que se encontra a prestar serviços a outra empresa e que esteja a ser remunerado por essa.

o peso das SNF no VABpm total da economia cresceu para 57% em 2012, tendo este setor apresentado um valor gerado de VABpm de 76 mil milhões de euros. Observa-se ainda que no ano de 2012, 51,1% das sociedades não financeiras apresentaram resultados líquidos negativos, e 23,2% VABpm negativos.

Ainda através da análise do gráfico 2, é possível verificar um elevado peso das microempresas no total das SNF, correspondendo a cerca de 89%, o que totaliza cerca de 336.420 microempresas no ano de 2012. Estas apresentaram um crescimento no número de empresas de 2,1% entre os anos de 2006 e 2012, contudo, esta classe verificou um elevado dinamismo na criação e cessação de empresas (com taxas de natalidade e mortalidade superiores a 7%, como se verifica no gráfico 3) comparativamente às outras classes de dimensão. Por sua vez, verificou-se uma diminuição na taxa de crescimento do número de PME no mesmo período de 2006 a 2012 de 2%, e no número de pessoas ao serviço de 4,2%, ao passo que o volume de negócios cresceu 5% no mesmo período.

Gráfico 3: Taxas de Natalidade e Mortalidade 2006-2012



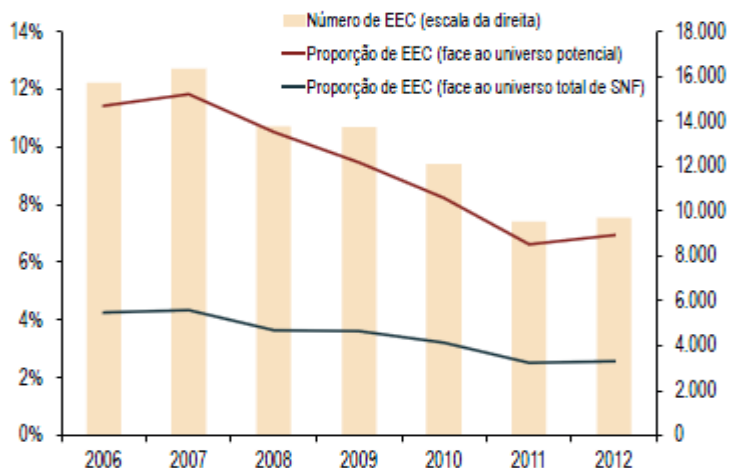
Fonte: Banco de Portugal – Estudos da Central de Balanços

As Empresas de Elevado Crescimento (EEC) são empresas que apresentam uma taxa de crescimento média anual superior a 20% do volume de negócios num período de 3 anos consecutivos⁵. A análise das EEC é particularmente interessante num contexto de recessão económica como a que se tem verificado em Portugal nos últimos anos.

⁵ Definição Eurostat: para o cálculo são eliminadas as SNF com menos de 4 anos de atividade, empresas cujo crescimento decorra de fusões/aquisições, ou cuja reduzida dimensão justifique o crescimento elevado por si só.

Assim, em 2012, as EEC representavam cerca de 7% do universo potencial⁶, que se consubstancia em 3% do total das SNF.

Gráfico 4: Empresas de Elevado Crescimento



Fonte: Banco de Portugal – Estudos da Central de Balanços

Relativamente à distribuição de EEC por dimensão de empresas das SNF, as microempresas eram em 2012 as mais relevantes com 74% no universo potencial (comparativamente a 64% no total de SNF). Considerando a mesma avaliação, as PME consubstanciavam no mesmo ano um total de 25% do universo potencial (35% no total das SNF).

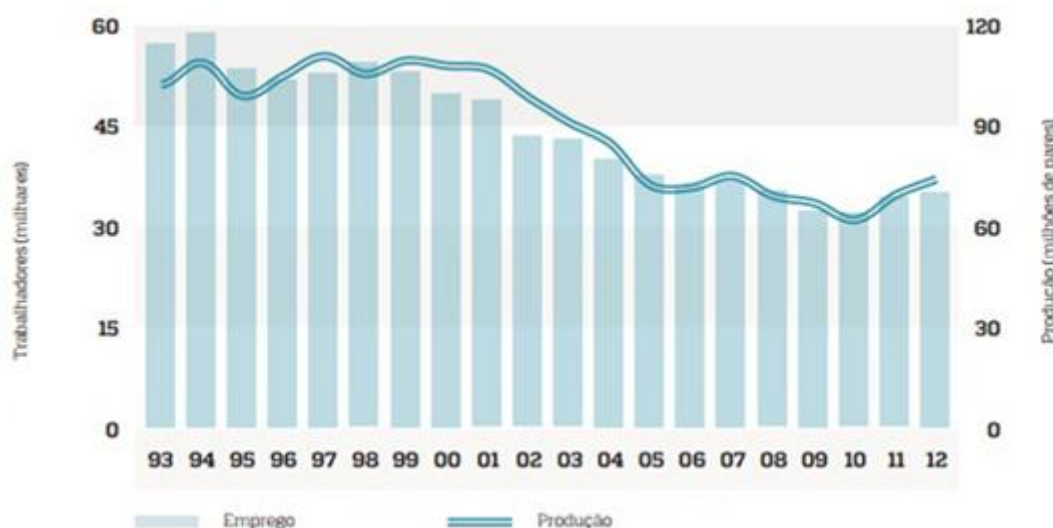
2.3.1. Estado do setor do calçado e importância das exportações

A indústria do calçado apresenta um comportamento diferenciado comparativamente às restantes indústrias da economia portuguesa quando analisados grande parte dos indicadores económicos, mesmo com o desfavorável contexto macroeconómico marcado nos últimos anos pelo abrandamento do crescimento económico mundial, o que se tornou inevitavelmente prejudicial a um setor maioritariamente exportador.

⁶ Conforme definição Eurostat e após eliminação das empresas daí provenientes, as empresas em análise representam 37% das SNF em 2012, contudo são responsáveis por três quartos do total de volume de negócios e empregabilidade do total das SNF.

Entre os anos de 2010 e 2012, o setor do calçado registou um aumento de produção de quase 20% com uma produção anual de 74.156 mil pares de sapatos, e um aumento de empregabilidade no setor de 10%, como se pode verificar no gráfico 5.

Gráfico 5: Emprego e produção na Indústria do Calçado



Fonte: Monografia Estatística – Calçado, Componentes e Artigos de pele 2013

Relativamente ao número de empresas a laborar no setor, em 2012 existiam 1.354 empresas, com um Valor Bruto de Produção de 1.797.030 milhares de euros em 2012 que representa um crescimento de 40% sobre o ano de 2010. Em 2012 o volume de negócios do setor ascendeu a 2.063,9 milhões de euros, sendo que o subconjunto das PME's deste setor crescera 9% e o subconjunto das grandes empresas apenas 7%.

Relativamente à natureza jurídica das empresas do setor, há uma elevada predominância das sociedades por quotas (89% do total de empresas e 78% do volume de negócios). Regista-se também uma elevada maturidade de cerca de metade (57% do volume de negócios) das empresas, com mais de 20 anos. Por sua vez, as empresas com menos de 10 anos representam apenas 19% do volume de negócios do setor. Talvez por este motivo exista uma elevada concentração do volume de negócios, pois conforme o relatório de “Análise Setorial do Setor do Calçado”⁷, em 2012 69% do volume de

⁷ Este estudo concentra-se nas empresas com CAE-Ver.3 (Grupo 152) que incluem todas as empresas que se dedicam à fabricação de calçado em diferentes matérias, para todos os fins, e qualquer que seja o processo de produção.

negócios e 47% do emprego estavam concentrados em 10% das empresas com maior volume de negócios.

Portugal, Itália e Espanha são os países com maior tradição no setor, com reconhecimento internacional ao nível de *design* e moda nos artigos produzidos, motivo pelo qual ainda se conseguem manter competitivos com o aumento da concorrência internacional. Nos últimos anos verificou-se em Portugal uma elevada deslocalização das empresas deste setor para o estrangeiro, devido à mão de obra mais barata e a questões fiscais, sendo que atualmente o maior produtor mundial de calçado é a China, que aglomera quase 60% da produção mundial.

Relativamente a Portugal, existe uma elevada concentração geográfica na produção e empregabilidade neste setor que é uma característica considerada como um dos pontos fortes desta indústria. Felgueiras, Guimarães, Santa Maria da Feira, Oliveira de Azeméis e S. João da Madeira são responsáveis por 75% do emprego (Felgueiras é responsável por si só por 1/3 das pessoas ao serviço e das exportações), ao passo que ao nível das exportações apenas o concelho de Barcelos entra nesta lista em substituição de S. João da Madeira e são igualmente responsáveis por 72% das exportações totais do setor.

2.3.1.1. Exportações

Cerca de 57% das PME's portuguesas são empresas exportadoras e contribuem com 22% para o volume de negócios total do país.

A definição de empresas exportadoras está descrita no *site* do Banco de Portugal como “empresas que exportam bens ou serviços que têm pelo menos metade do seu volume de negócios com origem nas exportações, ou quando as vendas ao exterior, embora possam ter um mínimo de 10% no volume de negócios, são superiores a 150.000€”.

Quando analisados alguns indicadores económicos, verifica-se uma divergência de comportamento nas sociedades exportadoras relativamente às demais empresas em Portugal. O número de sociedades exportadoras ascendeu em 2012 a 43.430, representando uma parcela cada vez maior do VABpm gerado no setor não financeiro. Embora apenas 5,5% do total de sociedades tivesse exportado bens ou serviços no ano de 2012, 28,5% do VABpm do total das sociedades é proveniente das sociedades exportadoras, as quais revelaram reagir melhor aos desequilíbrios da economia, pois

uma grande parte delas manteve rendibilidades positivas, conforme confirma o quadro 3:

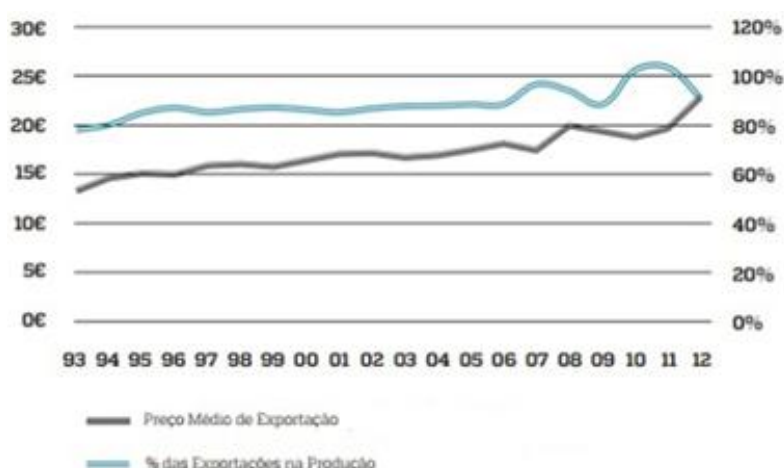
Quadro 3: Principais indicadores económicos por empresas exportadoras e não exportadoras

Tipo de Sociedade	Ano	Sociedades		Pessoal ao Serviço		Volume de Negócios		VABpm		EEC	
		Nº	%	Nº	%	Milhões €	%	Milhões €	%	Milhões€	%
Total Sociedades	2012	353 611		2 695 317		310 680		70 038		23 834	
	2011	360 588		2 863 552		329 965		75 563		26 276	
	2010	360 279		2 935 468		336 850		80 557		30 115	
Exportadoras	2012	19 532	5,5	558 582	20,7	104 128	33,5	19 934	28,5	6 864	28,8
	2011	19 124	5,3	543 075	19,0	99 779	30,2	19 527	25,8	7 032	26,8
	2010	16 376	4,5	518 098	17,6	86 049	25,5	19 048	23,6	7 309	24,3
Não Exportadoras	2012	334 079	94,5	2 136 735	79,3	206 552	66,5	50 104	71,5	16 970	71,2
	2011	341 464	94,7	2 320 477	81,0	230 186	69,8	56 036	74,2	19 244	73,2
	2010	343 903	95,5	2 417 370	82,4	250 801	74,5	61 509	76,4	22 807	75,7

Fonte: INE, SCIE

O setor do calçado exporta em média 90% da sua produção (gráfico 6), apresentando oscilações que resultam da situação económica internacional. Entre 2009 e 2011 o total de exportações ultrapassou a produção interna, possível através de estratégias de reexportação de produto acabado previamente importado.

Gráfico 6: Peso das Exportações na Produção e Preço médio de exportação

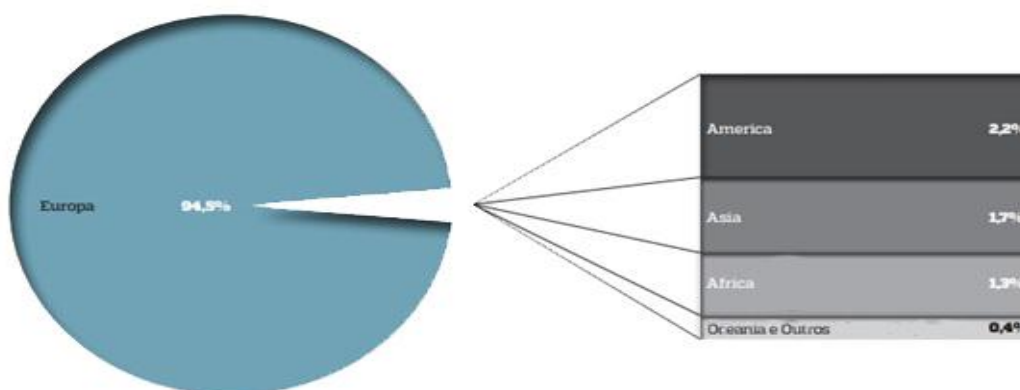


Fonte: Monografia Estatística – Calçado, Componentes e Artigos de pele 2013

Como a indústria do calçado atua fundamentalmente sobre bens transacionáveis, trata-se de um setor com elevada importância no comércio internacional quando comparado com outras atividades económicas. Com efeito, em 2012 foram exportados pelo setor 70.974 mil pares de sapatos, representando um volume de faturação de 1.608.479 milhares de euros. As PME's foram as que contribuíram mais significativamente para o aumento das exportações, arrecadando cerca de 80% das exportações do setor.

Existe uma elevada concentração geográfica relativamente aos países de destino das produções nacionais, como se pode verificar através do gráfico 7.

Gráfico 7: Destino das exportações portuguesas de calçado (valor), 2012



Fonte: Monografia Estatística – Calçado, Componentes e Artigos de pele 2013

A Europa é responsável por 94,5% das exportações totais do setor, sendo que os mercados de França, Espanha, Alemanha, Holanda e Reino Unido absorvem mais de 75%.

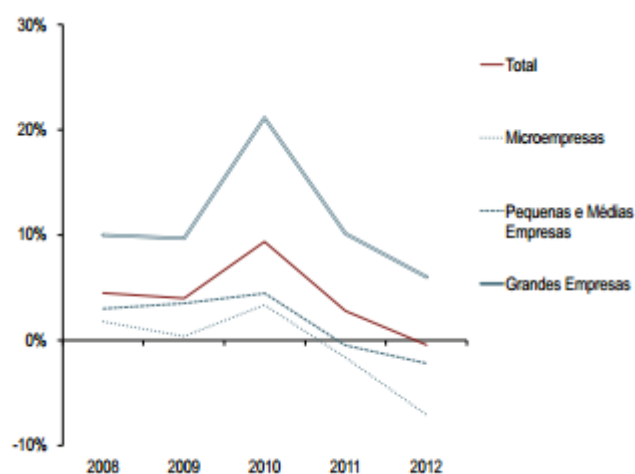
2.3.2. As preferências de financiamento das PME's portuguesas

Através da análise de vários indicadores económicos e da avaliação da estrutura financeira das empresas, é possível verificar que existe um elevado grau de dependência do financiamento alheio nas PME's portuguesas.

Relativamente ao EBITDA no ano de 2012, verificou-se um decréscimo total de 17,5% nas PME's portuguesas, com apenas 41,4% das PME's a apresentarem no mesmo ano um crescimento deste indicador.

Ao analisar a rentabilidade média dos capitais próprios do ano de 2012 em todas as SNF, registou-se um valor de -0,5% (primeiro valor negativo desde 2008), e 47,4% das sociedades apresentaram resultados líquidos do período negativos. Ao nível específico das PME's, a rentabilidade dos capitais próprios foi de -2%, conforme descreve o gráfico 8.

Gráfico 8: Rentabilidade dos Capitais Próprios



Fonte: Banco de Portugal – Estudos da Central de Balanços

O resultado líquido do exercício é uma das componentes dos capitais próprios, sendo que a apresentação consecutiva de resultados líquidos negativos pode contribuir para que se obtenham capitais próprios negativos. Em 2012, 29% das empresas apresentou capitais próprios negativos, representando a percentagem mais elevada desde 2008.

Analisando em concreto a questão dos capitais próprios negativos e a sua evolução, 49% das empresas que se encontravam nesta situação em 2006 cessaram a atividade nos 6 anos seguintes, 17% das empresas conseguiu inverter a situação e passaram a ter capitais próprios positivos, e 34% das empresas mantiveram a apresentação de capitais próprios negativos.

Através do quadro 4 é possível analisar a evolução média dos indicadores económicos e financeiros (2008-2012) entre empresas com capitais próprios positivos e negativos.

Quadro 4: Indicadores económico-financeiros nas empresas com Capitais Próprios positivos e negativos (2008-2012)

Indicador	Empresas com capitais próprios negativos	Empresas com capitais próprios positivos
Taxa de crescimento do Volume de Negócios	-9,2%	-2,4%
Peso das exportações no volume de negócios	2,8%	11,2%
Proporção de empresas com EBITDA negativo	56,8%	15,5%
Rendibilidade do Ativo	-6,1%	1,7%
Liquidez reduzida	35,0%	114,7%

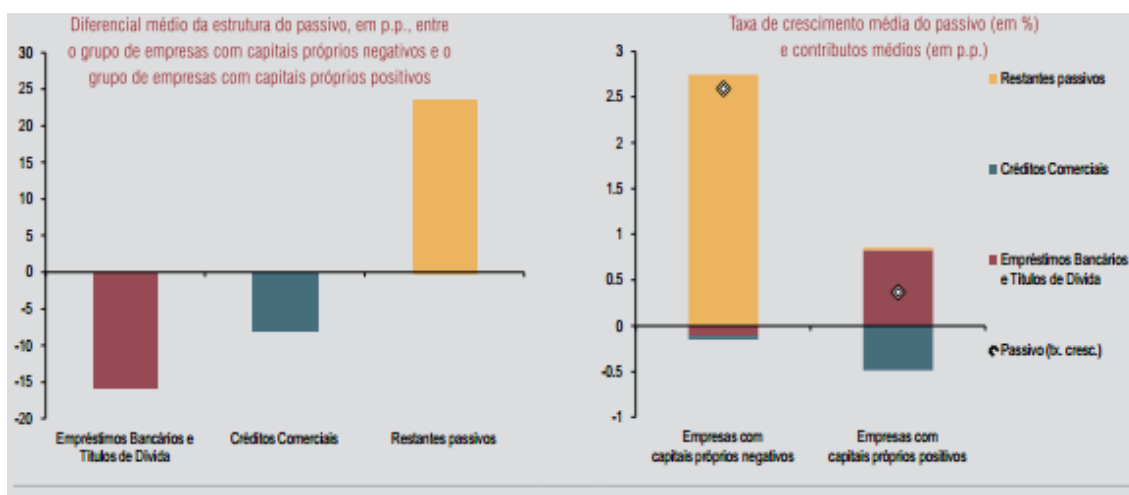
Fonte: Banco de Portugal – Central de Balanços

Conclui-se que grande parte das empresas com capitais próprios negativos apresenta inevitavelmente problemas de liquidez, pois não tem capacidade para gerar rendimentos suficientes para suportar a manutenção da sua atividade.

Passando agora para a análise detalhada do passivo das SNF, este registou em 2012 uma diminuição média de 7%, em linha com a quebra de atividade registada nos últimos anos. Através da análise do gráfico 9 que apresenta o diferencial entre as estruturas

médias do passivo das empresas que registam capitais próprios negativos e positivos, é possível verificar um maior peso da rubrica “Restantes Passivos”⁸ em 2012 (24%) e menor relevância dos empréstimos bancários e dos títulos de dívida (-8% e -16%, respetivamente). Estes valores podem estar diretamente relacionados com a maior dificuldade que as empresas com capitais próprios negativos enfrentam na obtenção de financiamento junto da banca ou junto de outras empresas.

Gráfico 9: Análise do Passivo das SNF em Portugal (2008-2012)



Fonte: Banco de Portugal – Central de Balanços

Devido ao facto das empresas com capitais próprios negativos serem integralmente financiadas por capitais alheios, o passivo registado pelas mesmas cresceu entre 2008 e 2012, ao passo que nas empresas com capitais próprios positivos o crescimento foi inferior e a rubrica que registou maior aumento foi a de empréstimos bancários e títulos de dívida.

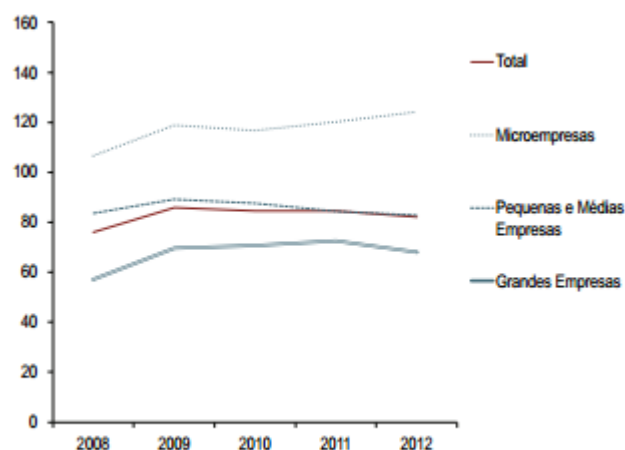
De registar que em 2012, o financiamento através de emissão de títulos de dívida representavam 11% do total de dívida financeira mas tem vindo a apresentar uma tendência decrescente. Este tipo de financiamento é pouco relevante nas empresas de dimensão reduzida.

O financiamento por dívida comercial representava 16% do passivo total das empresas. Os prazos médios de pagamento e recebimento têm vindo a apresentar desde 2010 uma

⁸ Traduz formas de financiamento diversas, como por exemplo, empréstimos de acionistas ou sócios, outras contas a pagar ou outros passivos correntes.

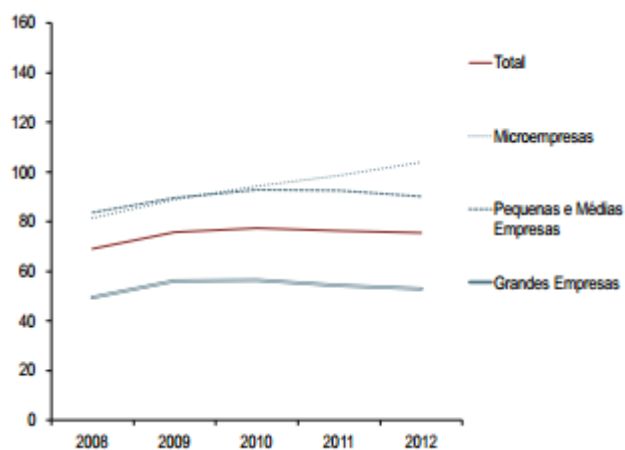
tendência de decréscimo, tendo em 2012 o PMP sido de 82 dias enquanto o PMR foi de 75 dias (gráficos 10 e 11).

Gráfico 10: Prazo médio de pagamento em dias



Fonte: Banco de Portugal – Central de Balanços

Gráfico 11: Prazo médio de Recebimento em dias



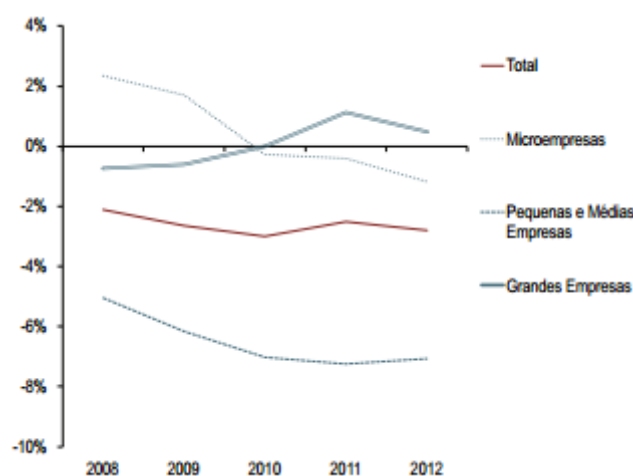
Fonte: Banco de Portugal – Central de Balanços

Analisando as classes de dimensão relativamente aos dois indicadores acima referidos, no prazo médio de recebimento as microempresas apresentaram um valor médio de 104 dias, as PMEs 90 dias e as grandes empresas 53 dias. Por sua vez, ao nível do prazo

médio de pagamento as microempresas registaram 124 dias, as PME 83 dias e as grandes empresas 68 dias.

Em concordância com estes valores está o indicador de financiamento líquido por dívida comercial⁹ apresentado no gráfico 12, que conclui que em termos líquidos, as empresas não obtiveram financiamento por via dos créditos comerciais.

Gráfico 12: Financiamento líquido por dívida comercial, em % do volume de negócios



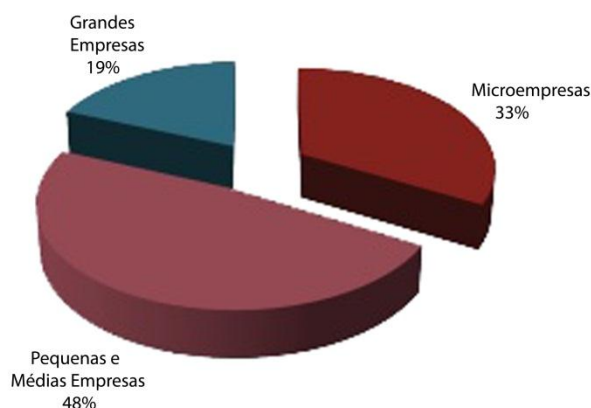
Fonte: Banco de Portugal – Central de Balanços

Um valor negativo deste indicador significa que o saldo de clientes é superior ao de fornecedores, significando que a empresa se está a financiar nos clientes. Por sua vez, um valor positivo reflete o contrário, ou seja, financiamento da empresa através dos fornecedores. As grandes empresas apresentaram diferencial positivo, as microempresas desde 2010 que apresentam diferenciais negativos, e as PMEs registaram a situação mais negativa em 2012.

Grande parte da dívida financeira e do passivo das SNF é constituída pelos empréstimos junto de instituições de crédito, sendo que em 2012 estes valores ascendiam a 48% e 29%, respetivamente. A distribuição do crédito bancário por dimensão de empresa pode ver-se no gráfico 13.

⁹ Relaciona o diferencial entre os saldos de fornecedores e de clientes com o volume de negócios

Gráfico 13: Financiamento obtido junto de Instituições de crédito residentes



Fonte: Banco de Portugal – Central de Balanços

Quanto ao rácio de crédito¹⁰ vencido, no ano de 2012 registou um valor de 10,7% no total das SNF, tendo sido o valor médio das microempresas de 15,7%, das PME 10,1% e das grandes empresas de 2,3%. O total de empresas que apresentavam no final de 2012 crédito vencido ascendeu a 28,6%, tendo nesse ano apresentado um crescimento de 4,2%, e ao nível da dimensão da empresa apresentava rácios de 29,2% para as microempresas, 26,4% para as PME e 17% para as grandes empresas.

Quando analisado o nível de autonomia financeira das SNF em 2012, regista-se um valor médio de 30%, tendo as PME apresentado um valor de 29%. Por sua vez, nas microempresas a autonomia financeira média diminuiu, e as grandes empresas mantiveram a percentagem média ao longo do mesmo período.

Relativamente aos juros suportados, houve uma diminuição em 2012, contudo, em 2011 tinha-se registado uma subida abrupta devido a diversos problemas associados à crise. É necessário ter em conta que a diminuição dos novos financiamentos concedidos e do montante em dívida também ajudaram a esta redução.

Apesar da redução dos juros suportados, a diminuição do EBITDA determinou um novo aumento da pressão financeira sobre as SNF, pois conforme dados do Banco de Portugal referentes a 2012¹¹, 3% do EBITDA gerado pelas SNF foi utilizado para

¹⁰ O rácio de crédito vencido, baseado em informação da Central de Responsabilidades de Crédito, é calculado como a proporção de crédito vencido no total do crédito obtido. O crédito considera-se vencido, no que respeita a capital, decorridos no máximo 30 dias após o seu vencimento sem que tenha sido verificada a respetiva regularização, e relativamente aos juros e outras despesas, a partir da data em que o seu pagamento deveria ter sido efetuado.

¹¹ Banco de Portugal, Estudos da Central de Balanços: Análise Setorial das SNF em Portugal (2012/2013).

pagamento de juros. Nas microempresas o aumento da pressão financeira ascendeu a 146% (o que significa que os juros suportados excederam os rendimentos gerados pela atividade operacional), e nas PME e grandes empresas a percentagem do EBITDA utilizada para pagamento de juros foi bastante inferior (42% e 25%, respetivamente).

Relativamente à análise dos rácios de solvabilidade e autonomia financeira, conforme dados do INE para o ano de 2012, as PME apresentam valores superiores aos das grandes empresas, (44% e 31% respetivamente). Estes valores podem ser justificados pelos menores níveis de endividamento nas PME, que normalmente enfrentam dificuldades de acesso ao crédito superiores às grandes empresas (principalmente o setor das microempresas) e, de uma forma geral, pela diminuição da taxa de investimento em todas as empresas do setor não financeiro.

A estrutura de financiamento das PME apresentava em 2012 uma maior taxa de endividamento nos passivos de curto prazo (54% do total do passivo). As necessidades de financiamento de curto prazo das PME são maioritariamente colmatadas pelos instrumentos financeiros apresentados pelas instituições bancárias, sendo esta importância ainda maior quando é analisado o facto de a maioria das PME não reunirem as condições necessárias para acesso aos mercados de capitais.

No mesmo ano de referência, o valor do crédito bancário concedido ao total das SNF ascendeu a 106.179 milhões de euros. Deste valor, cerca de 74% do crédito concedido destina-se às PME, sendo o restante direcionado para as grandes empresas. Cerca de 14.400 milhões destinam-se a empresas exportadoras.

A importância que o setor bancário assumiu junto das PME é também adotada nas estratégias dos bancos que procuram ajustar os instrumentos de financiamento postos à disposição das PME, de modo a potenciar o crescimento e desenvolvimento das empresas de forma dinâmica e equilibrada, para que consigam cumprir com o serviço da dívida.

CAPÍTULO 3 – METODOLOGIAS E ESTUDO EMPÍRICO

Este capítulo encontra-se dividido em sete secções. Inicialmente são explicados os objetivos do estudo e as questões de partida às quais se pretende dar resposta. Segue-se o desenho da investigação, que se consubstancia em três fases: elementos da investigação, metodologia adotada e recolha e tratamento de dados. Na terceira secção são formuladas e justificadas as hipóteses de investigação. A quarta secção resume as variáveis e apresenta os modelos econométricos. A quinta secção é utilizada para apresentação da população, amostra e dados que serão utilizados no estudo. Na sexta secção procede-se à apresentação e análise das estatísticas descritivas e correlações. Na última secção, a sétima, são analisados e discutidos os resultados obtidos com a estimação dos modelos.

3.1 – Objetivos

A diversidade de teorias encontradas relativamente às possibilidades de opções sobre a estrutura de financiamento das PME's é o principal motivo que justifica o presente estudo. Verificou-se a necessidade de perceber quais os fatores significativos que podem explicar as opções de financiamento das empresas, focando o estudo nas PME's do setor do calçado, tendo em conta as suas características específicas.

Com base na problemática levantada através da revisão de literatura, a presente dissertação pretende dar resposta a duas questões:

- Será que existe um modelo geral que possa explicar a estrutura de financiamento das PME's exportadoras no setor do calçado em Portugal?
- Que fatores influenciam as opções de financiamento das PME's exportadoras do setor do calçado em Portugal?

A estrutura de financiamento pode ser decomposta em financiamento por dívida em geral, e dentro desta pode ser subdividida em dívida de curto prazo ou dívida de médio e longo prazo. A estrutura é ainda complementada com a componente de capital próprio.

Inicialmente ponderou-se a utilização de quatro variáveis dependentes (financiamento externo, financiamento de curto prazo, financiamento de médio e longo prazo e

autofinanciamento). Contudo, após uma análise mais detalhada e profunda da realidade do financiamento das empresas, optou-se por excluir a análise específica do autofinanciamento, uma vez que as variáveis que podem influenciar o financiamento externo são essencialmente inversas às que explicam o autofinanciamento. Portanto deu-se preferência apenas à análise do financiamento como um todo, e ao financiamento de curto prazo e médio e longo prazo.

Deste modo, o objetivo do estudo consiste na identificação dos fatores que poderão explicar as opções entre estas três modalidades de financiamento referenciadas. Com base na revisão da literatura foi possível determinar um conjunto de elementos característicos das próprias empresas como sendo os mais relevantes para justificar o tipo de financiamento utilizado pelas empresas. Ao mesmo tempo, pretende-se perceber se existe um modelo geral que possa explicar as opções de financiamento das PMEs.

Com o objetivo de possibilitar respostas às questões anteriores, serão formuladas seguidamente as hipóteses explicativas relativamente aos potenciais fatores explicativos das opções de financiamento, nomeadamente o tamanho, o crescimento, a existência de incentivos do Estado, as exportações e o número de bancos com os quais a entidade trabalha.

3.2 – Desenho da investigação

O desenho da investigação encontra-se dividido em três fases.

- 1º Fase – Fatores de investigação

A preparação da dissertação teve início com a revisão de literatura relativa aos contributos teóricos sobre a estrutura de financiamento e os fatores que podem ser mais determinantes relativamente às opções tomadas para cada tipo de financiamento.

Relativamente às teorias mais relevantes anteriormente expostas, refira-se de forma sintética:

- Teoria de Modigliani e Miller
- Teoria do *Trade-off*
- Teoria do *Pecking Order*

- Teoria dos Custos de Agência
- Teoria do Ciclo da Vida da Empresa

Especificamente sobre a revisão bibliográfica, no tocante às características específicas das empresas que influenciam as decisões de financiamento, e as mais relevantes, apontadas por vários autores, foram as seguintes:

- Tamanho
- Crescimento
- Existência de incentivos do Estado
- Número de instituições de crédito com as quais as empresas trabalham
- Exportações

A partir da seleção estes cinco fatores explicativos encontrados, serão formuladas e explicadas as hipóteses que serão posteriormente testadas no desenvolver da investigação.

- 2º Fase – Metodologia adotada

Relativamente à metodologia adotada seguiu-se o método dedutivo, que se afigura o mais adequado para a investigação, tendo em conta que a análise será efetuada com base nas hipóteses produzidas, de modo a comprovar a adequação das teorias apresentadas na revisão de literatura. Assim sendo, nas conclusões obtidas estão implícitas premissas, e se estas forem verdadeiras as conclusões necessariamente sê-lo-ão também.

Uma vez que se pretende identificar os fatores que possam ter relevância na estrutura de financiamento, o tipo de pesquisa escolhido, de carácter explicativo, foi suportado no programa estatístico Eviews, por ser tratar de um programa adequado para o tratamento estatístico de dados quantitativos e em particular para análise com dados de painel.

- 3º Fase – Recolha e tratamento de dados

A amostra foi extraída da base de dados SABI, na qual foram selecionados os dados relativos a empresas com CAE primário nº 1520, fabricação de calçado, que apresentassem atividade desde o ano de 2008, e que exercessem atividade de exportação. Os restantes dados necessários foram extraídos das IES fornecidas pelas várias empresas ou adquiridas através do Portal da Empresa¹², bem como através de informação bancária.

Da referida base de dados foram analisados os Balanços e Demonstrações de Resultados, especificamente os valores necessários para a análise dos fatores explicativos definidos nas hipóteses.

Para além dos dados explícitos no Balanço e Demonstrações de Resultados, foi necessário consultar a IES das várias empresas relativas aos vários anos para determinação dos valores de exportação, umas foram facultadas pelas próprias empresas, e outras foram adquiridas através do Portal da Empresa. A base de dados SABI também fornece a informação sobre o número de instituições de crédito com as quais a empresa trabalha.

As hipóteses enunciadas no capítulo seguinte têm por base as cinco variáveis explicativas anteriormente discriminadas. Estas hipóteses foram formuladas tendo por base a revisão da literatura efetuada. Assim, o financiamento total, o financiamento de curto prazo e o financiamento de médio e longo prazo constituem as variáveis dependentes. Por sua vez, o tamanho, o crescimento, as exportações, a existência de incentivos do Estado e o número de bancos com os quais a empresa trabalha constituem as variáveis independentes ou fatores explicativos. Foram também consideradas no modelo três variáveis de controlo: o PIBpm e a taxa de juro média foram, neste caso, consideradas variáveis macroeconómicas, e a taxa de crescimento da produção do setor (em euros) foi considerada variável sectorial.

O espaço temporal dos dados vai de 2009 a 2013, e a amostra em si é constituída por 26 empresas.

¹² Consulta das IES através do *site* <http://www.portaldaempresa.pt/CVE/ies/ConsultaCertidao.aspx>

Serão obtidas as estatísticas descritivas das três variáveis dependentes, e feita uma análise das principais características amostrais: média, mediana e desvio padrão. De acordo com Reis (2005), o tratamento e recolha de informação fornecida por esta análise é bastante útil para resumir um conjunto de dados estatísticos através de um único valor.

Segue-se uma análise das correlações entre cada uma das variáveis dependentes e as restantes variáveis independentes. O teste escolhido foi a correlação de *Pearson*, através da análise dos seus coeficientes. Pretende-se verificar a não existência de correlação linear entre as variáveis independentes de modo a possibilitar a regressão linear. Após este trabalho será proposto um modelo de regressão linear múltipla que procure explicar o comportamento das variáveis dependentes em função das variáveis explicativas ou independentes (Reis, 2005).

3.3 – Hipóteses de investigação

À medida que se foram desenvolvendo as teorias explicativas das opções sobre a estrutura de financiamento, foram sendo exploradas novas teorias que determinavam quais as características da empresa que mais influenciavam estas opções de financiamento.

O desenvolvimento desta temática é a base fundamental da presente investigação, sendo que a revisão de literatura efetuada vai no sentido de dar resposta às questões apresentadas no capítulo dos objetivos. Para tal, serão expostas hipóteses explicativas relativamente aos potenciais fatores que possam influenciar as decisões de financiamento das empresas, especificamente relativas ao financiamento externo total, de curto prazo e de médio e longo prazo.

3.3.1. Tamanho

Entre os autores que estudam o impacto e importância do fator tamanho das empresas nas decisões de financiamento da mesma, não existe consenso relativamente ao critério mais adequado para mensuração desta característica (total de ativos, total de vendas, número de colaboradores, etc.). Não obstante, o tamanho de uma empresa é tido em

conta em várias decisões que são tomadas por uma empresa e a idade está muitas vezes diretamente relacionada com o seu tamanho (Abdulsalch e Worthington, 2013).

No estudo desenvolvido por Cassar (2004), o autor concluiu que quanto maior são as PMEs, mais endividamento de médio e longo prazo no elas utilizam, dando maior relevância ao financiamento bancário. Em conformidade com esta teoria, surge o estudo de Storey (1994) que mostra que no caso das PMEs, as poupanças pessoais dos proprietários das empresas são mais utilizadas na fase *start-up*, o que vai de encontro à teoria do ciclo de vida, e à medida que o tamanho da mesma aumenta, o financiamento por capitais próprios vai sendo substituído por financiamento externo.

O risco de falência também está relacionado com o tamanho da empresa. Segundo Song (2005) e Rajan e Zingales (1995), esta característica está inversamente relacionada com o risco de falência uma vez que empresas maiores têm o seu risco mais diversificado. É também nas empresas de maior dimensão que se tende a aumentar o valor da dívida de modo a poder tirar partido dos benefícios fiscais decorrentes do financiamento por dívida, tal como demonstrado pelo estudo de Antoniou et al. (2008).

Por sua vez, Titman e Wessels (1998) afirmam que quanto maior o tamanho de uma empresa, maior o nível de financiamento por dívida pois com o aumento da dimensão as empresas passam a usufruir de melhores taxas de juro junto das instituições bancárias, bem como apresentam mais e melhores garantias sobre o endividamento com ativos e lucros retidos. Outra das consequências do aumento da dimensão das empresas é a menor assimetria de informação apresentada (Fama, 1985; Fama e Jensen, 1983). Esta fundamentação suporta a primeira hipótese a testar neste estudo:

Hipótese 1: O tamanho das PMEs está positivamente relacionado com o nível de endividamento externo da empresa.

3.3.2. Crescimento

O indicador de crescimento de uma empresa é um dos mais utilizados pelos *shareholders* para a tomada de decisões (Proença, 2012). Contudo, também não existe consenso entre os autores relativamente ao impacto do crescimento na estrutura de endividamento, nem quanto à mensuração desta característica.

Ross (1977), Jensen (1986) e Stulz (1990) apresentam a teoria de que o aumento do rácio de crescimento leva ao aumento do endividamento externo, devido à menor probabilidade de falência e aumento das garantias prestadas decorrentes desse crescimento, e portanto o número de bancos a concederem crédito bancário aumenta. De acordo com a teoria do *pecking order*, o crescimento faz com que aumentem as necessidades de financiamento e, *ceteris paribus*, o aumento do financiamento externo (Song, 2005).

Em oposição a esta teoria surgem outros estudos, como por exemplo Hovakimian, Opler e Titman (2001) que afirmam precisamente o oposto, ou seja, uma diminuição da dívida decorrente do aumento do crescimento, pois as empresas passam a preferir financiar-se com os lucros retidos. Myers (1977), afirma que apenas o financiamento de curto prazo está positivamente relacionado com o crescimento, pois com o seu aumento, as empresas têm mais propensão a substituir financiamento de médio e longo prazo por curto prazo.

Por existir um maior número de autores que desenvolveram estudos e teorias que defendem o aumento do endividamento à medida que o rácio de crescimento de uma empresa é maior, essa será assumida como a hipótese a investigar na presente tese.

Hipótese 2: O crescimento das PME's está positivamente relacionado com o nível de endividamento externo da empresa

3.3.3. Número de Bancos

A banca tornou-se fundamental para praticamente todas as PME's em Portugal, que viram no financiamento bancário a alavanca quer para uma possível recuperação ou manutenção económica ou financeira, quer para a angariação de financiamento para novos investimentos (Vera & Onji, 2010; Ono & Uesugi, 2009; Wu, Song e Zen, 2008).

Segundo Petersen e Rajan (1994), à medida que as empresas vão crescendo relativamente à dimensão e ao volume de negócios, o número de bancos com os quais mantêm relações financeiras também aumenta. Na perspetiva de Moro, Lucas, Grimm & Grassi (2010), este maior envolvimento das empresas com o setor bancário pode ser benéfico para os níveis de *performance* financeira das PME's, pois nesse caso os recursos financeiros estão supervisionados (Keasey & McGuinness, 1990).

A ampliação das necessidades de crédito bancário das PME's fez com que este setor desenvolvesse e alargasse os tipos de produtos financeiros disponíveis de modo a conseguir uma melhor adaptação às diferentes necessidades deste tipo de empresas. Uma das etapas que Berger e Udell (2002) consideram mais marcantes na evolução do setor bancário é a extinção da banca relacional (quando as opções de concessão de crédito às empresas era decidida pelo gestor bancário, com base não só em informação contabilística e financeira, mas também em informação proveniente do contacto com a empresa, proprietário e comunidade local). A banca negocial extinguiu-se com a introdução dos departamentos de risco, onde a informação constante dos documentos contabilísticos é a base de decisão para a concessão de financiamento bancário.

Segundo Mercieca, Schaeck e Wolfe (2009) o número de instituições bancárias que têm relações de concessão de crédito com as PME's é muito importante para a análise da estrutura de capitais. Por conseguinte a próxima hipótese é:

Hipótese 3: O número de instituições de crédito com as quais a PME's mantém relações de financiamento está positivamente relacionado com o endividamento externo das empresas.

3.3.4. Incentivos públicos

Sendo o calçado um setor de atividade que tem beneficiado de inúmeras ações de incentivos por parte do Estado, justificadas pelo aumento da sua importância na economia nacional e o contributo para as exportações, é de enorme relevância a presença desta variável na presente investigação. A existência de incentivos financeiros ou a prestação de garantias bancárias leva inevitavelmente a alterações na estrutura de financiamento das PME's exportadoras, bem como das suas próprias necessidades de financiamento.

Zecchini e Ventura (2009) levantam e justificam a possibilidade da atribuição destes incentivos públicos serem suscetíveis de ter efeitos discriminatórios, alegadamente na sua distribuição pelas várias PME's que concorrem aos mesmos, e que podem ser evitados através de legislação fiscal. Defendem também que o valor monetário deste tipo de incentivos diminui as necessidades de financiamento da maioria das empresas.

Existem vários incentivos governamentais apropriados para as várias atividades económicas desenvolvidas pelas PME's e, no caso específico do setor do calçado, os incentivos à internacionalização são os mais comuns, sendo que os programas abrangidos pelo Quadro de Referência Estratégico Nacional (QREN) são os mais utilizados nos últimos anos pelas empresas do setor.

Contudo, apenas serão considerados para este caso a existência de incentivos governamentais que sejam levados a cabo em parceria direta com o Estado, uma vez que a maioria das empresas que se dedica à internacionalização usufrui de incentivos para participação em feiras internacionais, mas esta parceria é realizada através da associação que representa o setor do calçado, a APICCAPS, e não diretamente com o Estado.

Define-se então a seguinte hipótese para os incentivos:

Hipótese 4: A existência de incentivos governamentais nas PME's está negativamente relacionada com o nível de financiamento externo da empresa

3.3.5. Exportações

O factor mais relevante na diferenciação do setor do calçado relativamente à maioria das restantes atividades desenvolvidas pelas PME's é a de que praticamente toda a sua produção é direcionada para o mercado externo.

McNaughton e Bell (2004) investigaram uma panóplia de características específicas que podem influenciar o ritmo de internacionalização que uma PME pode alcançar, entre elas a experiência dos gestores, características da empresa e nível de competitividade da indústria onde se inserem (Pedersen, T. e Petersen, B., 1998), a dimensão do mercado interno, etc. Dentro das características específicas destaca-se o tamanho como factor influente na capacidade de internacionalização das empresas (Bonaccorsi, 1992) e a estrutura de financiamento existente (Bannock, G. e Percock, A., 1989).

Tendo em conta esta importância da estrutura de financiamento, Smolarski, J. e Kut, C. (2011) provam que a existência de possibilidades de internacionalização na estratégia das PME's leva inevitavelmente a um aumento do endividamento externo.

Assim sendo, o valor das exportações no total de volume de negócios das empresas é fundamental para se perceber se existem alterações na estrutura de capitais das PME's decorrentes desta característica.

Hipótese 5: O peso das exportações nas PME's está positivamente relacionado com o financiamento externo da empresa

3.4 – Variáveis e Modelos

No quadro 5 encontram-se resumidas as variáveis utilizadas, os sinais esperados e as medidas utilizadas para cada uma das hipóteses definida anteriormente.

Quadro 5: Hipóteses, sinais esperados e medidas utilizadas

Hipóteses	Variáveis Independentes	Relação Esperada	Medida Utilizada
H1	Tamanho	+	$= \text{Log}(\text{Ativo}_t)$
H2	Crescimento	+	$= \text{Log}(\text{Vol.Neg}_t / \text{Vol.Neg}_{t-1})$
H3	Nº Bancos	+	$= \text{Log}(\text{Nº Bancos}_t)$
H4	Incentivos Governamentais	-	Dummy = 1, se existirem, 0 se não existirem
H5	Exportações	+	$= \text{Exportações}_t / \text{Vol.Neg}_t$

Fonte: Elaboração Própria

As variáveis dependentes, por sua vez, serão calculadas do seguinte modo:

Quadro 6: Fórmulas utilizadas para cálculo da variável dependente

Variável dependente	Fórmula de cálculo
Financiamento por Dívida	$= \text{Passivo}_t / \text{Ativo}_t$
Financiamento por Dívida curto prazo	$= \text{Passivo cp}_t / \text{Ativo}_t$
Financiamento por Dívida médio e longo prazo	$= \text{Passivo mlp}_t / \text{Ativo}_t$

Fonte: Elaboração Própria

São formuladas as seguintes equações econométricas gerais:

$$Fin_{i,t} = \alpha_i + \beta Exp_{i,t} + \beta_2 INCENT_{i,t} + \beta_3 Tam_{i,t} + \beta_4 Cresc_{i,t} + \beta_5 NúmBancos_{i,t} + \delta [VariáveisControlo]_t + \varepsilon_{i,t}$$

$$Fcp_{i,t} = \alpha_i + \beta Exp_{i,t} + \beta_2 INCENT_{i,t} + \beta_3 Tam_{i,t} + \beta_4 Cresc_{i,t} + \beta_5 NúmBancos_{i,t} + \delta [VariáveisControlo]_t + \varepsilon_{i,t}$$

$$Fmlp_{i,t} = \alpha_i + \beta Exp_{i,t} + \beta_2 INCENT_{i,t} + \beta_3 Tam_{i,t} + \beta_4 Cresc_{i,t} + \beta_5 NúmBancos_{i,t} + \delta [VariáveisControlo]_t + \varepsilon_{i,t}$$

Em que:

$Fin_{i,t}$ - representa o financiamento externo da empresa i, no ano t

$Fcp_{i,t}$ - representa o financiamento externo de curto prazo da empresa i, no ano t

$Fmlp_{i,t}$ - representa o financiamento externo de médio e longo prazo da empresa i, no ano t

$Exp_{i,t}$ - representa as exportações da empresa i, no ano t

$INCENT_{i,t}$ - representa a existência de incentivos estatais na empresa i, no ano t

$Tam_{i,t}$ - representa o tamanho da empresa i, no ano t

$Cresc_{i,t}$ - representa o crescimento da empresa i, no ano t

$NúmBancos_{i,t}$ - representa o número de bancos com os quais a empresa i trabalha, no ano t

$[VariáveisControlo]$, que se definem especificamente como:

$PIBpm_t$ - Produto Interno Bruto a preços de mercado, no ano t

$TxJuroMédia_t$ - Taxa de Juro Média, no ano t

$TxCrescProdSetor_t$ - Taxa de Crescimento da Produção do Setor, no ano t

Tal como já referido, as variáveis de controlo visam captar a evolução de indicadores macroeconómicos e setoriais que se alteram com o tempo mas não entre empresas.

$\varepsilon_{i,t}$ - representa os erros ou resíduos do modelo da empresa i , no ano t

3.5 – População, Amostra e Dados

A população é constituída pelas empresas do setor do calçado nacional. Como já referido anteriormente, a amostra foi extraída da base de dados SABI, na qual foram estabelecidos os seguintes critérios: as empresas devem inserir-se no CAE primário número 15201, fabricação de calçado, e deveriam ser necessariamente PME, ou seja, obedecer aos critérios de volume de negócios inferior a 50 milhões de euros (ou Balanço de 43 milhões de euros) e menos de 250 empregados. O espaço temporal da amostra vai de 2009 à 2013 e a frequência é anual.

Inicialmente foi extraída da base de dados uma amostra aleatória em conformidade com os critérios referidos no parágrafo anterior, que continha inicialmente 951 empresas. No entanto, elaborou-se os seguintes critérios de seleção das empresas:

- Só são consideradas as empresas que exerçam atividade pelo menos desde o ano de 2008, e que tivessem mantido atividade em todos os anos consequentes até 2013, e que apresentassem na base de dados valores conhecidos para as contas relevantes, tendo com este critério diminuído a amostra para 71 empresas.
- As empresas deveriam apresentar valores de exportações em todos os anos do espaço temporal da amostra, tendo sido excluídas mais 3 empresas.

A exigência destes critérios diminuíram o número de empresas da amostra para 68 empresas. Posteriormente, foram selecionadas algumas empresas às quais foram pedidas que facultassem a IES relativas aos vários anos do espaço temporal, totalizando a amostra final um número de 26 empresas que obedeciam a todos os critérios estabelecidos.

Como o espaço temporal é de 2009 à 2013, ou seja cinco anos, e o número de variáveis dependentes oito (cinco explicativas e três de controlo), o número total de observações da amostra foi de 208 observações.

3.6 – Estatísticas descritivas

Na presente secção serão apresentados os resultados das estatísticas descritivas das variáveis dependentes, e a análise será feita apenas para este tipo de variáveis uma vez que se considera que apenas estas são relevantes para efeito do estudo.

Nas tabelas seguintes serão expostos os valores da média, mediana e desvio padrão para cada uma das três variáveis dependentes, relativamente aos anos de 2009 a 2013. O cálculo é realizado com base nas empresas que observam os critérios anteriormente definidos.

Quadro 7: Dados descritivos da amostra - Financiamento por Dívida

	Financiamento por Dívida				
Ano	2009	2010	2011	2012	2013
MÉDIA	0,669618	0,68611	0,678327	0,686833	0,671321
MEDIANA	0,692768	0,723102	0,696737	0,707318	0,752243
DESVIO PADRÃO	0,205258	0,172015	0,172802	0,158503	0,200583

Fonte: Elaboração Própria

O nível de endividamento médio das PME's do setor do calçado manteve-se em cerca de 68% ao longo dos 5 anos em análise, sem que se registassem grandes alterações relativamente a este indicador ao longo do tempo.

Este resultado contrasta com o valor apresentado relativamente ao peso do passivo do total das SNF que, conforme dados dos estudos da Central de Balanços¹³ do Banco de Portugal, apresentou uma redução de 7% em 2012. A diferença de resultados pode estar ligada ao facto de existirem muitas SNF que apresentaram nos últimos anos capitais próprios negativos (tal como analisado anteriormente), o que leva inevitavelmente a que estas empresas tenham uma maior dificuldade ao acesso ao financiamento externo junto de outras empresas e das instituições de crédito (não obstante o facto de a rubrica “Restantes Passivos” ter sofrido um aumento nas SNF com capitais próprios negativos).

¹³ Estudos da Central de Balanços – Estrutura e Dinâmica das Sociedades não Financeiras em Portugal (2006-2012).

A mediana é um valor real que separa o número de observações ao meio, analisando estas ordenadas por ordem crescente. Os valores obtidos são residualmente mais altos em todos os anos comparativamente às médias obtidas.

Por sua vez, o desvio padrão mede a dispersão estatística da amostra relativamente à sua média, ou seja, mede a variabilidade dos valores que se encontram desviados do valor da média. Os valores apresentados para a variável financiamento por dívida apresentam uma dispersão elevada ao longo dos vários anos, sendo o desvio padrão de cerca de 18%.

Relativamente ao financiamento de curto prazo e de médio e longo prazo, os resultados das características descritivas são apresentadas nos quadros 8 e 9.

Quadro 8: Dados descritivos da amostra - Financiamento por Dívida de curto prazo

	Financiamento por Dívida de CP				
Ano	2009	2010	2011	2012	2013
MÉDIA	0,442147	0,444335	0,448802	0,47901	0,457381
MEDIANA	0,521002	0,534864	0,553171	0,541243	0,507695
DESVIO PADRÃO	0,252182	0,262956	0,247788	0,245988	0,258552

Fonte: Elaboração Própria

Quadro 9: Dados descritivos da amostra - Financiamento por Dívida de médio e longo prazo

	Financiamento por Dívida de MLP				
Ano	2009	2010	2011	2012	2013
MÉDIA	0,2274713	0,2417746	0,2295247	0,2078236	0,2139404
MEDIANA	0,1678553	0,1825282	0,1722629	0,1606134	0,2057159
DESVIO PADRÃO	0,1859735	0,1914427	0,1771597	0,1554957	0,1510003

Fonte: Elaboração Própria

Analisando especificamente a distribuição do financiamento entre curto prazo e médio e longo prazo, os valores conseguidos mostram que existe um maior peso do financiamento de curto prazo do que de médio e longo prazo, sendo que mais do dobro do financiamento externo é de curto prazo. Este facto prende-se com as elevadas

necessidades de tesouraria que as empresas do setor enfrentam e com uma desadequada estrutura de financiamento pouco suportada em capitais permanentes.

Os valores dos dois tipos de financiamento mantiveram-se relativamente constantes ao longo dos anos considerados na amostra, apresentando valores médios de 45% e 22% respetivamente. Tem-se de ter em atenção que estas percentagens se encontram relativizadas relativamente ao valor médio de 68% do total do financiamento externo.

No caso do financiamento de curto prazo, o valor da mediana apresenta um valor superior relativamente à média. Ao contrário do financiamento de médio e longo prazo cuja mediana é inferior à média. Neste caso, as empresas que apresentam valores muito diferentes da média são designadas por *outliers*.

Relativamente ao desvio padrão, no caso do financiamento de curto prazo a dispersão é consideravelmente elevada, sendo em média de 25% ao longo dos anos em análise. E no financiamento de médio e longo prazo, o valor é mais baixo, 17%.

3.6.1 – Análise de correlação

A importância desta análise prende-se com a verificação de existência de correlação entre as variáveis (independentes e dependentes), ou seja, medir o grau de relação linear entre variáveis (Kazmier, 1982 e Maroco, 2003).

A problemática desta análise surge quando se verifica o caso de existir multicolinearidade, que se define como a ocorrência de “perfeita” ou exata relação linear entre algumas ou todas as variáveis explicativas (Gujarati, 2004). O problema da multicolinearidade pode observar-se quando os coeficientes de correlação excedem o valor de 0,8. Se tal se verificar, deve-se proceder à eliminação de variáveis explicativas ou ao aumento do número de observações da amostra.

O teste de correlação escolhido foi o coeficiente de correlação de *Pearson*, que apresenta valores compreendidos na escala $]-1,1[$. O critério para a análise destes coeficientes foi baseado nas indicações referidas em Santos (2007): para valores inferiores a 0,1 a correlação é muito fraca e sem significância; entre 0,1 e 0,49 é considerada fraca; entre 0,5 e 0,79 é moderada; e valores superiores a 0,8 é considerada correlação forte, pelo que podem existir, a partir deste valor, problemas de

multicolinearidade. O mesmo se conclui no caso de os coeficientes apresentarem valores negativos.

A análise de correlação de *Pearson* para o presente estudo encontra-se representada no quadro 10, e tal como se pode verificar não se levanta a questão da multicolinearidade entre as variáveis, uma vez que nenhum valor dos coeficientes se apresenta superior a 0,8.

Quadro 10: Análise de Correlação de *Pearson*

	FIN	FCP	FMLP	EXP	INCENT	TAM	CRESC	N_BAN COS	PIBPM	TX_JURO _MEDIA	TX_CRESC _PROD_SE TOR
FIN	1										
FCP		1									
FMLP			1								
EXP	0.1011	-0.0407	0.1663	1							
INCENT	0.2695	0.2547	-0.0887	-0.0869	1						
TAM	0.1293	0.4682	-0.5492	-0.2248	0.2866	1					
CRESC	0.2873	0.1955	0.0166	0.0054	0.1349	-0.1121	1				
N_BANCO S	0.0249	0.0774	-0.0871	-0.0602	0.2451	0.5055	-0.0871	1			
PIBPM	0.0137	-0.0253	0.0517	0.0488	0.0541	-0.0151	-0.0923	-0.0862	1		
TX_JURO _MEDIA	0.0081	0.0375	-0.0464	-0.1121	0.0499	0.1577	-0.1794	0.2177	-0.5669	1	
TX_CRESC _PROD_SE TOR	0.0031	0.0354	-0.0486	-0.1020	0.0261	0.1207	-0.1071	0.1822	-0.7374	0.7904	1

Analisando a variável dependente financiamento, conclui-se que a correlação mais forte surge com a variável crescimento (0,287) seguida imediatamente pela variável, incentivos do Estado (0,269). Seguem-se por ordem decrescente o tamanho, as exportações, e o número de bancos com que a empresa trabalha.

Relativamente ao financiamento de curto prazo, a variável com maior correlação é o tamanho (0,468). Seguem-se os incentivos do Estado (0,254), crescimento (0,195), número de bancos com os quais a empresa trabalha (0,077) e exportações (-0,041). Esta correlação pode ser justificada por investimento em ativos de curto prazo ou necessidades de tesouraria das empresas.

Quanto ao financiamento de médio e longo prazo, o coeficiente de relação mais elevado é também o da variável, tamanho (-0,549) sendo que se destaca de todos os restantes valores: exportações (0,166), incentivos do Estado (-0,088), número de bancos com os quais a empresa trabalha (-0,087) e crescimento (0,016).

Efetivamente, grande parte dos estudos faz referência à influência do tamanho no financiamento de médio e longo prazo, por exemplo Cassar (2004), Storey (1994) e a teoria do ciclo de vida.

Como é de esperar o valor das correlações entre as variáveis de controlo relativamente às variáveis dependentes são sempre os valores que apresentam coeficientes mais baixos, pois sendo variáveis de controlo não se espera que influenciem de forma demasiado relevante as opções de financiamento.

Por sua vez, os coeficientes de relação entre as várias variáveis explicativas são consideradas como correlações fracas e moderadas.

3.7 – Análise de regressão linear múltipla

A estimação das regressões lineares múltiplas será feita através da aplicação do método dos mínimos quadrados (também conhecido como OLS) possibilitando aferir sobre o comportamento da variável dependente em face do conjunto de variáveis independentes (Tenenhaus, 1994).

Segundo Johnston e Dinardo (2000), as relações bivariadas (entre duas variáveis) não explicam por si só a ocorrência de fenómenos, sendo que esta explicação deve ser fundamentada em relações multivariadas. Segundo Oliveira *et al.* (1997) e Chaves (2000), o objetivo primordial da econometria é a análise de sistemas de equações simultâneas como é o caso do modelo de regressão linear múltipla. Sendo assim, a utilização deste modelo tem em vista determinar a influência de cada uma das variáveis independentes ou no seu conjunto, no comportamento da variável dependente.

Quadro 11: Modelo de Regressão Linear Múltipla para as três variáveis dependentes

Fatores explicativos	Sinal esperado	Coeficiente (<i>t-Statistic</i>)		
		Financiamento	Financiamento de curto prazo	Financiamento de médio e longo prazo
C		7.663604** (1.967627)	-1.450826*** (-5.182210)	16.32545*** (8.88982)
Exportação	+	-1.015171** (-0.442687)	0.029937*** (1.167935)	0.07354*** (0.427988)
Incentivos do Estado	-	-0.212476*** (-0.050934)	0.064607** (1.490372)	1.24876** (0.746237)
Tamanho	+	2.377081** (0.132747)	3.315425*** (6.646734)	3.65865*** (-7.827657)
Crescimento	+	0.824175*** (0.851754)	6.458965*** (3.007781)	-2.96548** (-0.637752)
Número Bancos	+	-0.069752** (-1.171978)	-0.277665*** (-2.635896)	7.21655*** (2.890111))
PIBpm	+	0.145623** (0.091254)	-2.458621** (0.091254)	4.31257** (0.091254)
Taxa Juro Média	+	-1.214236** (-0.012540)	5.647853** (-0.012540)	-7.36585** (-0.012540)
Taxa Crescimento				
Produção Setor	+	2.214516*** (1.021536)	1.365986*** (1.021536)	3.25498*** (1.021536)
Nº observações		208	208	208
<i>Adjusted R-Squared</i>		0.766258	0.304351	0.329695
<i>F-statistic</i>		10.115469	1.228768	13.689965
<i>Prob(F-statistic)</i>		0.021546	0.000000	0.000000

Sendo que, *** Significativo a 1%, ** Significativo a 5% e * Significativo a 10%.

Assim, os modelos econométricos anteriormente enunciado ficam com o seguinte aspeto:

$$Fin_{i,t} = 7,664 - 1,015Exp_{i,t} - 0,212INCENT_{i,t} + 2,377Tam_{i,t} + 0,824Cresc_{i,t} - \\ - 0,07NúmBan\cos_{i,t} + 0,146PIBpm_t - 1,214TxJuroMédia_t + 2,214TxCrescPr odSetor_t + \varepsilon_{i,t}$$

$$Fcp_{i,t} = -1,451 + 0,03Exp_{i,t} + 0,065INCENT_{i,t} + 3,315Tam_{i,t} + 6,459Cresc_{i,t} - \\ - 0,278NúmBan\cos_{i,t} - 2,459PIBpm_t + 5,648TxJuroMédia_t + 1,366TxCrescPr odSetor_t + \varepsilon_{i,t}$$

$$Fmlp_{i,t} = 16,325 + 0,074Exp_{i,t} + 1,249INCENT_{i,t} + 3,659Tam_{i,t} - 2,965Cresc_{i,t} + \\ + 7,217NúmBan\cos_{i,t} + 4,313PIBpm_t - 7,366TxJuroMédia_t + 3,255TxCrescPr odSetor_t + \varepsilon_{i,t}$$

Em termos de relevância económica, todas as variáveis independentes presentes nos três modelos são estatisticamente significativas, pois todas apresentam valores de significância inferiores a 5%. No caso do financiamento em geral, as variáveis incentivos do Estado e crescimento têm valores de significância inferiores a 1%.

Quanto ao financiamento de curto prazo os valores apresentados demonstram que as variáveis explicativas individualmente consideradas são estatisticamente significativas, não se excluindo nenhum fator para o efeito. Neste caso, todas as variáveis apresentam valores de significância a 1%, exceto a variável incentivos do Estado que é significativa a 5%. No caso do financiamento de médio e longo prazo, existem duas variáveis com significância a 5%, crescimento e incentivos do Estado, e as restantes três variáveis explicativas são significativas a 1%.

Quando analisado o coeficiente de determinação ajustado (*Adjusted R-squared*) que avalia a qualidade da regressão, podemos verificar que a variável financiamento é explicada por este modelo em 82%. De referir também que a significância do *F*-statistic do modelo que deve ser sempre inferior a 5% (*Prob(F-statistic)*). Ou seja, as variáveis explicativas em conjunto explicam 82% da variação de $Fin_{i,t}$. Trata-se assim de um modelo que se ajusta bastante bem para explicar a estrutura de financiamento.

Os resultados para o teste relativo ao financiamento de curto prazo revelam-se menos concludentes, sendo que o significado geral do modelo a partir da análise de todas as variáveis conjuntamente, e expresso pelo coeficiente de determinação ajustado é agora cerca de 30,4%. A significância do *F*-statistic continua, neste caso, a ser inferior a 5%.

O coeficiente de determinação ajustado é ligeiramente superior no caso do modelo relativo ao financiamento de médio e longo prazo, sendo neste caso cerca de 33%. Em consonância com os modelos anteriores a estatística F apresenta um *p-value* menor que o nível de significância de 1% e portanto os coeficientes são diferentes de zero.

De acordo com os três modelos estudados, as variáveis que influenciam os diferentes tipos de financiamento relacionam-se com estes de forma diferenciada. De seguida serão apresentadas as relações de cada uma das variáveis explicativas com os diferentes rácios de financiamento.

- **Tamanho:** os três coeficientes calculados para esta variável nos três modelos refletem uma relação de positividade em todos eles, ou seja, conclui-se que o tamanho das PME's influencia positivamente a financiamento (quer seja este de curto ou de médio e longo prazo, e os coeficientes apresentam valores semelhantes). Esta conclusão vai de encontro à hipótese enunciada, e às teorias de Cassar (2004) e Storey (1994), sendo que a menor probabilidade de falência e o aumento das garantias prestadas estão ligadas a este facto.
- **Crescimento:** neste caso apresenta-se um valor positivo dos coeficientes da variável independente para o financiamento total e financiamento de curto prazo (0,284 e 6,46 respetivamente). Estes valores estão em concordância com a hipótese enunciada por Ross (1977), Jensen (1986) e Stulz (1990). Contudo, o coeficiente regista sinal negativo no modelo do financiamento de médio e longo prazo (-2,965) o que acompanha neste caso a teoria de Myers (1977).
- **Número de Bancos:** ao contrário da hipótese elaborada, e em contrariedade aos autores Mercieca, Schaeck e Wolfe (2009), o aumento do número de bancos com os quais as empresas mantêm relações financeiras influencia negativamente o financiamento em geral e o financiamento de curto prazo. Esta relação apenas é positiva para o financiamento de médio e longo prazo, o que se pode justificar pelo interesse das PME's em conseguir novos financiamentos com novas instituições de crédito sejam preferencialmente de médio e longo prazo, como por exemplo para cobertura de investimentos em ativos de longo prazo.
- **Incentivos do Estado:** relativamente ao financiamento em geral, o coeficiente obtido vai de encontro ao estudo de Zecchini e Ventura (2009) e à hipótese definida, ou seja, existe uma relação negativa entre a variável dependente e o fator explicativo em questão. Contudo, os sinais dos coeficientes são positivos

quando analisados considerando a partição temporal do financiamento em curto prazo ou médio e longo prazo.

- **Exportações:** com esta variável observa-se uma situação de ambiguidade no sinal. Os resultados são mistos uma vez que ao analisar o financiamento geral o valor do coeficiente é negativo e oposto ao comportamento esperado, implícito na hipótese. Contudo, ao analisar apenas o curto prazo ou o médio e longo prazo, os valores dos coeficientes apresentam-se positivos e concordantes com a análise de Smolarski e Kut (2011).

No que se refere às variáveis de controlo foram úteis para clarificar alguns aspetos do estudo. Assim, observou-se que a taxa de crescimento da produção do setor apresenta uma evolução no mesmo sentido da variação dos passivos na estrutura de financiamento enquanto a variável PIB apresenta uma relação inversa com o passivo de curto prazo ao contrário do que sucedeu nos restantes modelos. A relação inversa entre a taxa de juro média e o nível de alavancagem parece consistente nos casos do financiamento em geral e financiamento de médio e longo prazo ao contrário da ambiguidade do sinal presente no financiamento de curto prazo.

CAPÍTULO 4 – CONCLUSÕES

Neste último capítulo são apresentadas as principais conclusões da dissertação, as limitações do estudo, e sugerem-se algumas pistas para investigações futuras.

4.1 – Principais conclusões

Tendo em conta as características específicas do setor do calçado em Portugal, este estudo teve como principal objetivo a análise dos fatores que explicam a estrutura de financiamento das PME's que se integram nesta atividade, amplamente reconhecida pela sua importância estratégica e competitiva, dado o elevado nível de internacionalização que a caracteriza.

Usando dados em painel, o estudo procurou validar os fatores identificados como responsáveis pelas diferenças na estrutura do capital, das empresas produtoras de calçado em Portugal.

A escolha dos determinantes foi realizada com base na revisão bibliográfica efetuada, tendo sido selecionados cinco fatores relevantes: tamanho, crescimento, incentivos do Estado, exportações e número de bancos com os quais a empresa trabalha. As variáveis a explicar na estrutura de financiamento foram o financiamento externo em geral, o financiamento de curto prazo e a dívida de médio e longo prazo.

As questões de investigação a que se procurou responder foram:

- Será que existe um modelo que explique a estrutura de financiamento das PME's exportadoras no setor do calçado em Portugal?
- Quais serão os fatores que influenciam as opções de financiamento das PME's exportadoras do setor do calçado em Portugal?

Para o efeito foram formulados modelos de regressão linear múltipla para explicar cada um dos tipos de financiamento e tentar dar resposta à primeira questão colocada.

Em geral, os resultados obtidos suportam a evidência de uma relação com determinantes específicos da empresa. No entanto, também mostram algumas diferenças ao nível do sinal e da intensidade da relação. Além disso a sua interpretação apresenta por vezes alguma ambiguidade.

O coeficiente de determinação ajustado obtido mostrou que, relativamente ao financiamento em geral, o modelo adequa-se apresentando uma capacidade explicativa muito satisfatória uma vez que este explica a variável dependente em 76,6%. Ao analisar o mesmo coeficiente para o financiamento de curto prazo, o valor obtido é mais modesto, sendo a variável dependente explicada globalmente em cerca de 30%. Este valor apresenta-se também menos explicativo do que em estudos similares desenvolvidos por vários autores. Quanto ao financiamento de médio e longo prazo, as variáveis em conjunto explicam cerca de 33% desta variável.

Relativamente aos determinantes, este estudo identifica vários fatores responsáveis pela alavancagem das empresas na amostra do setor de calçado. Em primeiro lugar, um impacto positivo significativo da dimensão da empresa e um impacto negativo do número de bancos com quem trabalha (no caso do número de bancos, o sinal é contrário ao esperado). O impacto positivo da dimensão da empresa sobre a estrutura do passivo é consistente com a visão de que é uma proxy inversa da falência.

Finalmente, as exportações para explicar o financiamento em geral parecem ter um efeito significativo mas de sinal contrário ao esperado sobre alavancagem das empresas. E a existência de incentivos do Estado influencia negativamente o financiamento, ao contrário do crescimento que tem uma influência positiva no endividamento total, ambas vão de encontro às hipóteses formuladas.

Encontraram-se diferenças significativas nos fatores determinantes quando se decompõe a análise entre dívida de curto prazo e dívida de médio e longo prazo. O que confirma que a análise de estrutura de capital é incompleta sem um exame detalhado das várias formas de dívida das empresas por maturidades.

Ao analisar o financiamento de curto prazo, verifica-se um impacto positivo e significativo relativamente a todas as variáveis, exceto a variável número de bancos. A variável incentivos do Estado apresenta um sinal positivo, contrariamente ao esperado, mas a significância é de 5%. Também o número de bancos com os quais a empresa trabalha apresenta sinal contrário ao esperado, sendo neste caso negativo e apresenta uma significância de 1%.

Relativamente ao financiamento de médio e longo prazo o sinal das variáveis explicativas é positivo para todas, menos para a variável crescimento. Neste caso, a

existência de incentivos do Estado influencia positivamente o financiamento de médio e longo prazo, que vai em sentido contrário à hipótese formulada. Por sua vez, o crescimento também apresenta um sinal oposto ao esperado, sendo neste caso negativa a influência desta característica no tipo de financiamento referido. Estas duas variáveis analisadas apresentam uma significância de 5%, ao contrário das restantes variáveis explicativas presentes no modelo de financiamento de médio e longo prazo que apresentam significância de 1%.

Em síntese, exportações, incentivos, tamanho, crescimento, número de bancos parecem desempenhar um papel fundamental na determinação da estrutura de capital de uma PME do setor do calçado. Portanto, a decisão da estrutura de capital de uma empresa é produto das suas próprias características, mas provavelmente também resultado do setor e da sua *governance* empresarial, e ainda da cultura financeira que tradicionalmente prevalece em Portugal.

4.2 – Limitações do estudo

No setor do calçado existe um número significativo de PME, contudo, existem também algumas empresas de maior dimensão que apresentam valores bastante relevantes de exportações e volume de negócios. Estas contribuem em grande escala para o reconhecimento internacional do setor, e não se encontraram representadas no presente estudo visto que o foco do trabalho foram as PMEs. Contudo fazem parte do núcleo mais dinâmico e inovador desta indústria.

Por outro lado, o presente estudo analisa especificamente as PMEs incluídas no CAE nº 1520, fabricação de calçado. Contudo, existem no setor empresas que registam um CAE diferente, como por exemplo os agentes de calçado ou os traders, que se incluem excluídas desta análise. Não obstante a importância das empresas com o CAE nº 1520 sobre as quais se foca a análise, seria interessante ampliar a amostra para empresas com outros CAEs relacionados com o setor, o que poderia levar a conclusões diferentes das variáveis dependentes em questão, uma vez que empresas como agentes de calçado e *traders* apresentam necessidades de financiamento diferenciadas devido à diferença da sua estrutura de negócio.

4.3 – Oportunidades de investigações futuras

Embora as conclusões obtidas consignem os contributos previstos, há um conjunto de possibilidades para futuras investigações do ponto de vista da continuidade do trabalho agora iniciado. Entre as questões que ficam em aberto refira-se a possibilidade de extensão a fatores explicativos alternativos aos utilizados. Alguns desses fatores como a rentabilidade, liquidez, existência de benefícios fiscais, estrutura do ativo, etc., poderiam degenerar num estudo interessante da análise das opções de financiamento.

Por sua vez, a indústria do calçado é bastante relevante em Portugal, mas existem mais países onde a produção e exportação deste tipo de produto é consideravelmente importante para o PIB desses países. Fazer uma análise comparativa, cross-country incluindo países como Espanha, Itália ou China poderia ser um tema interessante, tendo em conta que poderia retratar o mesmo setor em condições macroeconómicas e competitivas diferentes. Neste sentido, poderá constituir fonte de trabalho futuro.

5 – REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Abdulaziz, M.A. & Worthington, C.A. (2013). “Small and medium-sized enterprises financing: A review of literature”. *International Journal of Business and Management*, Vol. 8, pp. 36-54
- Antoniou, A., Guney, Y., & Paudyal, K. (2008). “The determinants of capital structure: Capital market oriented versus bank oriented institutions”. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 43, pp. 59-92.
- APICCAPS (2013). *Monografia estatística – Calçado, componentes e artigos de pele*. Acedido em 3 de Junho, 2014, em http://www.apiccaps.pt/c/document_library/get_file?uuid=6dec520c-c072-4159-af11-9513cf060f2e&groupId=10136
- Bannock, G. & Percock, A. (1989). *Governments and small business*. Paul Chapman Publishing, Londres.
- Berger, A. N., & Udell, G. F. (1998). “The economics of small business finance: The role of private equity and debt markets in the financial growth cycle”. *Journal of Banking and Finance*
- Berger, A.N., & Udell, G.F. (2002). “Small business credit availability and relationship lending: The importance of bank organizational structure”. *Economic Journal*, Vol. 112, pp. 32-53
- Bonaccorsi, A. (1992). “On the relationship between firm size and export intensity”. *Journal of International Business Studies*, Vol. 23, pp. 605-635.
- Brealey, R.A. & Myers, S.C. (1992). “Princípios de finanças empresariais”. Lisboa: Mcgraw-Hill de Portugal.
- Cassar, G. (2004). “The financing of business Start-Ups”. *Journal of Business Venturing*, Vol. 19, pp. 261-283.
- Cassar, G., & Holmes, S. (2003). “Capital structure and financing of SMEs: Australian evidence.” *Accounting and Finance*

- Chaves, C. (2000). *Instrumentos estatísticos de apoio à economia: conceitos básicos*. Lisboa: McGraw-Hill.
- Consulta de IES. Portal da empresa. Acedido em 21 de Setembro, 2014, em <http://www.portaldaempresa.pt/CVE/ies/ConsultaCertidao.aspx>
- Esperança, J. & Matias, F. (2005). *Finanças empresariais*, Lisboa, Dom Quixote.
- Estudos da Central de Balanços – Análise Setorial da Indústria do Calçado (2012), *Banco de Portugal*
- Estudos da Central de Balanços – Análise Setorial das Sociedades não Financeiras em Portugal (2013), *Banco de Portugal*
- Estudos da Central de Balanços – Estrutura e Dinâmica das Sociedades não Financeiras em Portugal 2006-2012 (2013), *Banco de Portugal*
- Eurostat (2007). *Manual on Business Demography Statistics*. Acedido em 25 de Junho, 2014, em <http://ec.europa.eu/eurostat/ramon/statmanuals/files/KS-RA-07-010-EN.pdf>
- Fama, E. (1985). “What’s different about banks?”. *Journal of Monetary Economics*, Vol. 15, pp. 29-36.
- Fama, E., & French, K.F. (1988). “Taxes, financing decisions and firm value. *The Journal of Finance*, Vol. 53, pp. 819-844.
- Fama, E., & Jensen, M. (1983). “Separation of ownership and control”. *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, pp. 301-325.
- García-Teruel, P.J. & Martínez-Solano, P. (2007). “Short-term debt in Spanish SMEs”. *International Small Business Journal*, Vol. 25, pp. 579-602.
- Gregory, B. T., Rutherford, M. W., Oswald, S., & Gardiner, L. (2005). “An empirical investigation of the growth cycle theory of small firm financing”. *Journal of Small Business Management*.
- Gujarati, D. (2004), *Basic Econometrics*, 4ª Edição, The McGraw-Hill Companies.
- Hovakimian, A., Opler, T., & Titman, S. (2001). “Debt-equity choice”. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 36, pp. 1-24

- Huyghebaert, N., & Van de Gucht, L.M. (2007). "The determinants of financial structure: new insights from business Start-Ups". *European Financial Management*, Vol. 13, pp. 101-133.
- INE (2014). Empresas em Portugal 2012. *Informação à comunicação social*.
- Jensen, M. C. (1986). "Agency costs of free cash-flow, corporate finance and takeovers". *American Economic Review*, Vol. 36, pp. 1-24
- Johnston, J. & Dinardo, J. (2000). *Métodos Econométricos*. (4.^a ed.), McGraw-Hill.
- Jun, S., & Jen, F.C. (2003). "Trade-off model f debt maturity structure". *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 20, pp. 5-34.
- Kazmier, L (1982), *Estatística Aplicada a Economia e Administração*, McGraw-Hill.
- Keasey, K., & McGuinness, P. (1990). "Small new firms and return to alternative sources of finance". *Small Business Economics*.
- Kraus, A. & Litzenberger, R.H. (1973). "A state-preference model of optimal financial leverage". *The Journal of Finance*, Vol. 28, pp. 911-922.
- La Rocca, M., La Rocca, T., & Cariola, A. (2011). Capital structure decisions during a firm's life cycle". *Small Business Economics*, Vol. 37, pp. 107-130.
- Maroco, J. (2003). *Análise Estatística com utilização do SPSS*. Lisboa: Edições Sílabo, Lda.
- McNaughton, B. R. & Bell, J. (2004). "Capital structure and the pace of SME internationalization". *International Entrepreneurship in Small and Medium size Enterprises*, Vol. 1, pp. 57-68.
- Mercieca, S., Schaeck, K., Wolfe, S. (2009). "Bank market structure, competition, and SME financing relationships in european regions". *Journal of Finance*, Vol. 36, pp. 137-155.
- Miller, M. (1988). "The Modigliani-Miller propositions after thirty years". *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, pp. 99-121.

- Modiglian, F. & Miller, M. H. (1958). "The cost of capital, corporate finance and the theory of investments". *American Economic Review*, Vol. 48, pp. 261-275.
- Modiglian, F. & Miller, M. H. (1963). "Corporate income taxes and the cost of capital: A correction". *The American Economic Review*, Vol. 53, pp. 433-443.
- Moro, A., Lucas, M., Grimm, U., & Grassi, E. (2010). "Financing SMEs: A model for optimizing the capital structure". Artigo apresentado no *the 17th Annual Global Finance Conference*, Poznan, Polónia.
- Mota, A.G., Barroso, C.S., Nunes, J.P., & Ferreira, M.A. (2006). *Finanças empresariais: Teoria e prática*, Lisboa, 2ª Edição: Publisher Team
- Myers, S.C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, pp. 147-175.
- Myers, S. C. (1984). "The capital structure puzzle". *The Journal of Finance*.
- Myers, S. C. (2001). "Capital structure". *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, pp. 81-102.
- Myers S., & Majluf, N. (1984). "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have". *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, pp. 187-221.
- Oliveira, M., Aguiar, A., Carvalho, A., Martins, F., Mendes, V. & Portugal, P. (1997). *Econometria Exercícios*. Lisboa: McGraw-Hill.
- Ono, A., & Uesugi, I. (2009). "Role of collateral and personal guarantees in relationship lending: Evidence from Japan's SME loan market". *Journal of Money, Credit and Banking*.
- Ou, C., & Haynes, G. W. (2006). "Acquisition of additional equity capital by small firms – Findings from the national survey of small business finances". *Small Business Economics*.
- Pedersen, T. & Petersen, B. (1998). "Explaining gradually increasing resource commitment to a foreign market". *International Business review*, Vol. 7, pp. 483-501.

- Pettersen, M. A., & Rajan, R. G. (1994). “The benefits of lending relationships: Evidence from small business data”. *Journal of Finance*.
- Poza, E. & Kishida, R. (2004). “Does the family business interaction factor represent a resource or a cost?”. *Family Business Review*, Vol. 17, pp. 99-118.
- Proença, P. (2012). “Determinants of capital structure and financial crisis impact: evidence from portuguese SMEs”. *ISCTE Business School*.
- Rajan, R., & Zingales, L. (1995). “What do we know about capital structure? Some evidence from international data”. *Journal of Finance*, Vol. 50, pp. 1421-1460.
- Rasiah, D. & Kim, P.K. (2011). “A theoretical review on the use of the static trade off theory, the pecking order theory and the agency cost theory of capital structure”. *International Research Journal of Finance and Economic*, Vol. 63.
- Recomendação da União Europeia nº 2013/361/CE de 6 de Maio de 2003 relativa à definição de micro, pequenas e médias empresas, *Jornal da União Europeia*, Série 124, págs. 36-41
- Reis, Elizabeth (2005), *Estatística descritiva*. Edições Sílabo.
- Ross, G. (1977). “The determination of financial structure: the incentive signaling approach”. *Bell Journal of Economics & Management Science*, Vol. 8, pp. 23-44.
- Russo, J. (2005). “Gestão – conceito das PMEs”. *Revista OTOC*, 30 Julho/Setembro.
- Santos, Carla (2007), *Estatística descritiva – Manual de auto-aprendizagem*. Edições Sílabo.
- Schafer, D., Werwatz, A., & Zimmermann, V. (2004). “The determinants of debt and private equity financing: The case of young, innovative SMEs from Germany. *Industry and Innovation*, Vol. 11, pp. 225-248.
- Smolarski, J. & Kut, C. (2011). “The impact of Venture Capital financing method on SME performance and internationalization”. *International Enterprise Management Journal*, Vol. 7, pp. 39-53.
- Song, H. (2005) “Capital structure determinants: An empirical study of Swedish companies”. International Phd Workshop: *Innovation Entrepreneurship and Growth*, Suécia, 19/20 Novembro

- Stiglitz, J.E. (1988). "Why financial structure matters". *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, pp. 121-127
- Storey, D. J. (1994). "Understanding of Small Business Setor". *Thomson Learning Emea*.
- Stulz, R. (1990). "Managerial discretion and optimal financing policies". *Journal of Financial Economics*, Vol. 23, pp. 3-27.
- Tenenhaus, M (1994), *Métodos Estatísticos em Gestão*, RÉS-Editor Lda.
- Titman, S. (2001), "The Modigliani and Miller theorem and market efficiency", *Working paper 8641*, NBER.
- Titman, S. & Wessels, R. (1988). "The determinants of capital structure choice". *Journal of Financial Economics*, Vol. 43, pp. 1-19.
- Vera, D., & Onji, K. (2010). "Changes in the banking system and small business lending". *Small Business Economics*.
- Warner, J. B. (1977). "Bankruptcy costs: Some evidence". *Journal of Finance*, Vol. 32, pp. 337-347
- Wu, J., Song, J., & Zeng, C. (2008). "An empirical evidence of small business financing in China". *Management Research News*.
- Zecchini, S., & Ventura, M. (2009). "The impact of public guarantees on credit to SMEs". *Small Business Economics*.